全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

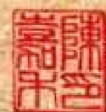
中国人民大学出版社

投资精要

陈嘉禾 著

用中国文化看透资本市场

投资精要



陈嘉禾 著

曹名长 中欧基金价值策略组负责人、基金经理
陈光明 原东方证券资产管理公司董事长
王 成 陆宝投资董事长
杨爱斌 鹏扬基金管理有限公司总经理

联袂推荐

中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

版权信息

书名：投资精要

作者：陈嘉禾

出版社：中国人民大学出版社

出版日期：2018-06

ISBN：978-7-300-24392-4

价格：65.00元

“寻找好行业与好公司，以长期持有的态度交易”，

此为价值投资之道； “高、深、远、大”，此为深入思考之道；

二道合一，投资可为。

曹名长　中欧基金价值策略组负责人、基金经理

价值投资西方理论与东方智慧的碰撞，值得一读。

陈光明　原东方证券资产管理公司董事长

伯乐要发掘马的价值，价值投资者要挖掘股票的价值，

书虫要读懂书的价值。推荐速读，一场价值投资的盛宴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王成　陆宝投资董事长

学贯东西，谈古论今，大道至简，通俗易懂，

这是一本阐述投资之道的上选之作！

杨爱斌　鹏扬基金管理有限公司总经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

1. 版权信息
2. 推荐序
3. 自　序
4. 第一章　投资的哲学思想：高、深、远、大
    1. 投资的四个维度
    2. 投资思维四要素：高、深、远、大
    3. 投资市场如战场
    4. 如何做一个好的策略研究员
    5. 伟大投资者的特质：特立独行
    6. 什么是投资者的专业
    7. 投资莫要“如虫蚀木，偶然成文”
    8. 学郭橐驼做投资
    9. 旱买船，涝造车
    10. 2 000多年前的两支赵军：你们本可选择不战
    11. 不要忘记投资中的空性
    12. 投资需要放弃寻找认同感
    13. 长期投资如何抉择：陈胜为什么争不到天下
    14. 投资研究的误区：一样的现象，不一样的结果
    15. 这不光是概率大小的问题！
    16. 赚钱的原因比赚钱更重要
5. 第二章　市场的混乱与机会：世界上最美好的资本市场是怎样的？
    1. 世界上最美好的资本市场是怎样的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 没有市场真正成熟
3. “理性人”根本不理性
4. 从秦相李斯的奏章说开去
5. 人太少的地方轻易不要去？
6. 不一样的恐慌：无声的恐慌与喧嚣的恐慌
7. 集体性的逆向思维：当所有人都发现市场错误的时候
8. 相信市场的无序与非理性
9. 曾经有一个时代，因为金融市场极度稳定 / 不稳定……
10. 你读懂文章背后的真相了吗？

6. 第三章　价值投资的技巧：用长期持有的态度交易
   1. 一个模型证明价值投资的威力
   2. 必修课1：价值与价格的关系
   3. 必修课2：持续增长比短期盈利更重要
   4. 必修课3：低估值与好股票
   5. 必修课4：好公司不代表永恒存在
   6. 请你用心记下四个字：低、好、散、长
   7. 寻找皇冠上的钻石
   8. 历史证明高股息率带来超额收益
   9. 高分红与复利投资的威力
   10. 善用“套利”这把利器
   11. 鸡蛋的故事与股票的估值
   12. 关心市场涨跌？你已经输在起跑线上
   13. 用长期持有的态度交易
   14. 浅谈长期延续性对逆向投资的重要性
   15. 投资中的一击必杀
   16. 赚钱机会就在身边，你得学会观察生活
   17. 谁都知道那儿钱多！
7. 第四章　寻找好行业与好公司：你能和那家企业竞争吗？
   1. 九方皋相马与巴菲特选股
   2. 你能和那家企业竞争吗？
   3. 三个具有长期优势的行业
   4. 好行业坏公司与坏行业好公司
   5. 在不确定的市场中寻找确定的行业和企业
   6. 集中还是分散？论巴菲特和施洛斯的区别
   7. 假如彼得·林奇在中国
   8. 本地化与自然垄断：科技产业A股掘金要素概论
   9. 如何寻找具有长期优势的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 规模效应细说
11. 科技公司与电商的护城河
12. 股票中的债券：机场行业优劣细谈
13. 消费品行业细说
14. 公认的成本线并非牢不可破：从黄金的例子讨论开去
15. 掘金金融行业：证券、银行、保险
16. 被遗忘了的传统行业
17. 行业的恶性竞争一定不可避免吗？
18. 怎样的并购才会为企业创造价值？

8. 第五章　文景之下必有牛市
   1. 以史为鉴，可以知兴替：文景之下必有牛市
   2. 中国下一个30年
   3. 中国式“政策市”有迹可循
   4. 从历史上的银行业危机看中国金融系统稳健性
   5. 改善人口结构政策不是特效药
   6. 重新解读城镇化
   7. 站在巨人的肩上看经济与投资
9. 第六章　如何投资国际市场：搞得懂、分得散、忍得住
   1. 海外投资没有想象中那么美
   2. 港股投资三策略
   3. 投资港股必须知道的六件事
   4. 从基本面和两地比较研究香港市场
   5. 熊久易大涨：从美股历史经验中发掘规律
   6. 便宜不是投资的唯一理由
   7. 事件驱动有多难把握
   8. 希腊老船王的投资智慧
   9. 你看过索罗斯写的研究报告吗？
   10. “股票指数”可以很厉害
   11. 牛津教授的希望
   12. 被动型价值投资者如何应对私有化
10. 第七章　量化投资与多元化投资：为什么彼得·林奇不喜欢债券？
   1. 指数投资的效用：如何做到“以黄金抠者巧”
   2. 三种量化投资策略细说
   3. 量化交易：一条只适合少数人的路
   4. 技术分析真的有效吗？
   5. 牛市上涨靠周一：情绪发酵下的新兴市场特有现象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 衍生品投资真是你的菜吗？
7. 你买黄金的理由是什么？
8. 另类金融交易所能成功吗？
9. 股与房，向左走向右走？
10. 中国地产市场正在割裂吗？
11. 投资拿不定主意？你可以换个角度思考
12. 从ETF套利中的价差，看稳定状态与最优均衡状态的区别
13. 为什么彼得·林奇不喜欢债券？
14. R001＝50.5% ：不得不借的代价？
15. 初探高端收藏品市场

11. 第八章　投资中的制度设计：以辽人守辽土
1. 以辽人守辽土：论投资行业的制度设计
2. 胜不必对，败不必错
3. 选择资产管理者的关键：疑人不用，用人不疑
4. 专业投资者不应该为保本和平仓线付出代价
5. 扁鹊六不治与价值投资六不管
6. 财富管理不应该追求绝对回报
7. 分散还是集中投资？这不是关键问题
8. 请关上你的行情机
9. 为什么成熟的市场需要更加市场化的IPO机制
10. 注册制如果实施，资本市场可能发生哪些改变？
11. 杂谈金融杠杆
12. 投资最好远离杠杆
13. 本质的区别——消费类杠杆与金融类杠杆
14. 杠杆对衰退周期的影响
15. 胆愈大而心愈小：机会越多杠杆就得用得越少
16. 个人投资者的优势

12. 后　记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

伯乐要发掘马的价值，价值投资者要挖掘股票的价值，书虫要读懂书的价值。作为一名价值投资者和资深财经类书虫，当我读完嘉禾的这本书稿，对嘉禾肃然起敬，立刻向公司全体投资研究人员强烈推荐这本书，理由是中国人能用中国文化内涵去书写中国式价值投资，这本书对价值投资的贡献达到了一个新高度，实在是让人大赞。我甚至还推荐给我9岁的女儿，反复念叨这本书是老少皆宜的学习价值投资的最好读物，而之前一向反感我念叨价值投资的她，读起这本书来也是津津有味。

20年来，价值投资理念在中国逐渐深入人心，不仅出现了一大批价值投资者，也出现了很多中国人写的价值投资书籍。总体来说，中国价值投资者基本上在努力消化西方几本经典的价值投资书籍，刻意模仿巴菲特、费雪等。我也写过书，但角度完全是西方投资大师的学生，写的书类似于笔记，谈不上太多的创新和深刻理解。本书因此而显得尤有意义。它用中国历史文化来解读并发扬价值投资，而不是空谈资产负债表、收益率、ALPHA等大多数中国投资者感到陌生的东西。

如果仅是用西方思想研究企业财务和业务数据，会被很多中国投资者质疑，这套做法符合国情吗？能学会吗？嘉禾认为，财务报表、股价走势这些其实是社会、行业运行的结果。研究再多的结果，也很难找到真正原因。因为理解这些，需要立足于对这个社会的理解，要理解它的历史、文化、人口、政治、经济、风俗习惯、地域特征、自然资源等。理性的理解本身就是价值投资。

中国的政治经济文化背景与西方迥异，中国企业的价值决定因素以及中国投资者所面临的问题与西方并不相同。社会的组成细节、行业的运行习惯、人的生活方式，是构成价值变幻的真正基石。价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者需要价值角度的大局观，而不是抠细节，书中通过众多的例子去探讨这点。让我印象尤为深刻的是秦相李斯写给秦二世胡亥的雄文，可以说文采出众、逻辑缜密、引经据典，但实质上缺少大局观。投资的世界也如此，很多研究数据翔实、辞藻华丽、逻辑缜密，让人叹为观止，但却没有什么重要的东西。

我和很多投资者探讨估值和财务的细节时，感觉在对牛弹琴，即使我们公司的工作人员，天天听我们研究价值投资，我以为大家都算是资深人士了，但是仔细一问，发现他们其实是云里雾里。自从我阅读嘉禾的书后，我学会了从中国历史文化的角度阐述价值投资的道理，经常用书中学到的例子与原则去和人探讨，我发现对方接受起来很快，也很快会去用，我甚为欣慰。价值投资其实具有普适性，都是被忽视的大道理。价值投资是等待发现显而易见的投资机会，类似要挑容易打赢的仗去打。

本书语言精练优美，内容通俗但深刻，包含了关于投资最核心的各个方面，甚至对投资管理、量化投资也有独到的见解。读本书就会发现作者学贯中西，否则不会对价值投资这个西方舶来品理解这么深，兼有浓厚的中国文化积淀，文中中国文化因素信手拈来，完全不违和。

推荐速读，一场价值投资的盛宴。

陆宝投资董事长　王成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自　序

自2006年从牛津大学历史系毕业，我投身中国的资本市场已有十余年。我走了许多弯路，长了许多见识，翻了许多数据和资料，做了许多研究，最终发现价值一途真是投资的康庄大道。那么，什么是价值投资？原理很简单，就是彻底理解这个社会，找到最有价值的东西。但是，究竟怎样才能真正理解这个社会？

在这个问题上，中国的传统文化和历史对我们大有裨益。中华民族五千年文明史，研究人和社会最为透彻。而人心和人性，也是这几千年来为数不多的没什么大变化的东西。正所谓“一事不知，儒者之耻”，中国的古圣先贤对人和社会的理解之透彻，让人崇敬万分。其实，今天我在资本市场里所琢磨出来的一点点东西，在五千年文明史上已经被无数智者不知道想了多少遍、说了多少遍、写了多少遍。不过，把这些哲学思想与今天的价值投资联系起来，也算是一点点有用的工作，希望能够帮到阅读这本书的你。

本书摘取了我过去多年撰写的文章中自己最满意的一部分。全书共分八章，第一章讲哲学，第二章讲市场的混乱与机会，第三章讲技巧，第四章讲行业，第五章讲宏观，第六章讲国际市场，第七章讲杂项，第八章讲制度设计。

借本书的出版，我想感谢中国平安集团的黄勇先生和中国信达集团的于帆先生，没有你们，我不会进入资本市场，也没有机会成为它的研究者。我也想感谢《证券时报》《证券市场周刊》《中国证券报》的诸多编辑和记者，没有你们过去多年的帮助，我不会坚持写下这么多文章。最后，感谢中国人民大学出版社的郑雪梅女士，您的辛勤工作让本书最终能够展现在读者面前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我亲爱的读者们，希望这本书能给你们带来一些思想上的启发，为大家投资找到一条康庄大道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　投资的哲学思想：高、深、远、大

汉末天下大乱，军阀四起。《三国志》载，曹操和袁绍共同讨伐董卓，曹操问袁绍，如果战败，你怎么办？袁绍列举了一大堆自己的地盘、兵马，说打不过我就靠这些，曹操你呢？曹操说，我虽然什么都没有，但是“吾任天下之智力，以道御之，无所不可”。多年以后，袁曹相争，决战于官渡，袁绍大败，曹操从此崛起。

一个“道”字，决定了乱世的成败，也一样决定着今天投资者的盈亏。故有道者，虽小必大，虽弱必强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的四个维度

“以不教民战，是谓弃之”。两千多年前，孔子在《论语》里这样教导君主们。可惜，能听从这军事至理的君主实在少之又少，于是后来有了“发年十五以上悉诣长平”的纷奢，又有了“咸阳宫阙须臾火”的叹惋。[1]孔子的话虽然没有人听，但终于成为了事实。

市场如战场，那么在市场上，到底怎样“教民”、怎样形成自己的投资理念和方法呢？我以为，总结一套完备的投资理念和方法，有四个维度至关重要。

第一个维度是对行业和公司的了解。关于这个维度的论著可谓汗牛充栋，这里不多叙述。需要指出的是，对行业和公司的了解绝不简单地局限于公司的基本情况和几张财报，而是建立在对整个行业历史、国内国际状况通彻了解的基础上，建立在对一家公司生产步骤极其熟悉之上。这种研究一般需要花费大量的时间，这甚至不能以星期来计算，而一旦决策，预期的持有期通常长达数年，否则就脱离了价值投资的范畴。举两个例子，国际价值投资者的年换手率一般绝对不会超过100% ，很多甚至不超过30% ；巴菲特很少投资科技、医药股，理由是自己不懂。对照这两条，大概可以看出一些价值投资者的思路了吧。

第二个维度是多种资产。内地投资者对投资的理解一般仅局限于股票，对债券、期货、外汇等极少涉猎，对近期出现较新的产品或者投资手段，如分级基金、股指期货期现套利等，更不甚关心。[2]但这些资产通常能提供更多的投资渠道，一方面可以分散整个资产组合的风险，另一方面也可以在熊市的时候提供一些不错的投资机会。打个比方，2008年一些中长期债券创下了20%的涨幅，而2010年一些分级基金的套利机会、股指期货期现套利的年化收益也达到或者超过了20% 。20%是什么概念呢？万科A从上市至2011年的CAGR（年度复合增长率），也不过21% 。

第三个维度是哲学和历史。也许这两个学科让人感觉实在是很阳春白雪，但哲学能提供不同于市场的思维，只有这样才能让投资者超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出市场，而不是沉溺其中。同时，历史能够让投资者看到比早间新闻更多时间维度的资料。“学习历史和哲学吧，干什么都比进商学院好”，历史出身的罗杰斯这样教导他的学生们，而哲学出身的索罗斯一直对导师卡尔·波普尔的教诲念念不忘。如果这两个例子还能称得上是巧合的话，那么猜猜被称为“首相摇篮”的英国牛津大学PPE（哲学、政治学与经济学）专业主要传授哪三门课程？哲学（Philosophy）、政治（Politics）和经济（Economics）———看看，还是哲学打头阵。

第四个维度是量化分析和量化投资。这个维度有些偏门，我以为属于可选可不选的一项。但如果选了，并且做扎实了，可以说是如虎添翼的一个维度。这个维度主要包含两个层面：对市场的定量分析和量化投资策略的开发。不过，考虑到其对信息平台和编程能力的要求，并不适合所有的投资者。

介绍完四个维度，最后说句泄气的话，想把这四个维度研究透彻，可不是一两年的事，甚至十年八年也不见得能做到。不过，天下事从来没有轻轻松松可以完成的，何况投资呢？套用约翰·肯尼迪总统就职时说的：“这项事业，也许我们难以完成。但是至少，让我们开始吧！ ”

注释

[1]“发年十五以上悉诣长平”，这还能有什么训练呢？“咸阳宫阙须臾火”，语出易实甫的诗《项羽》，全诗如下：“二十有才能逐鹿，八千无命欲从龙。咸阳宫阙须臾火，天下侯王一手封。”秦王朝历代经营，终于被项羽付之一炬。

[2]本节成文于2011年，之后数年，内地投资者已经开始关心多种投资手段。不过，由于水平有限、欲望无限，许多时候不但不赚钱，反而亏得更多，2015年市场大波动中的分级B基金大亏损就是一个极端的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资思维四要素：高、深、远、大

熟读《庄子》的人都知道，《庄子》的第一篇文章《逍遥游》，通篇都在讲两个字：小、大。小有小的道理，大有大的眼界。而大处的眼界，从来都不是从小处所辩的道理能够解释的。后来毛主席所写的诗句“斥鷃每闻欺大鸟，昆鸡长笑老鹰非”，典故即出自《逍遥游》。

在投资中，当市场参与者面对基本一样的信息时，如何能够做到超人一等呢？一个行之有效的方法就是看到更进一步的东西，比其他市场参与者看得更高、更深、更远、更大。这里，就高、深、远、大四个方面，各来思考一些例子。

“高”：在2011年甬温线重大事故发生以后，高铁相关的公司，尤其是在香港上市的高铁类股票，股价重挫。

但是，如果我们从更高的层面来看，中国在过去十多年中大力发展的房地产市场已经随着房价和空置率高企而难以继续担当国民经济的顶梁柱。同时，外贸占比过高导致的经济重心两头在外和经济结构不均衡，也使得中国经济很难继续快速发展下去。

在这种情况下，发展适合本国需求的工业制造业、增加投资几乎成了必然的选择。而梳理各个细分经济项目以后我们不难发现，铁路在中国的需求极广，而供给极缺。同时，高铁行业对国民经济巨大的拉动作用导致中央政府必然努力提升其国产化率。此时，低迷的该行业股票就形成了一个巨大的机会。而这种机会并不是从甬温线重大事故本身的发展中看出来的，我们需要从国家经济的更高层面思考，才能得出正确的结论。

“深”：沃伦·巴菲特和查理·芒格可以说是不世出的挑选公司的高手，仔细研读他们的言论，我们会发现，这两位老人对企业的分析非常深入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于造纸公司，巴菲特常说：这类公司最大的问题，就是别人在拿到纸盒的时候，不会在意这个纸盒到底是哪家公司生产的，这就意味着公司与公司之间的拼杀是一场白刃战。

而对于箭牌口香糖，芒格则说：在消费者买来放进嘴里的东西（注意是放进嘴里的，不是其他东西，这是一个很大的区别），只要花10美分左右的时候，他们难道为了省那么一点点钱，就买另一个自己不熟悉的品牌的口香糖吗？类似的例子，可谓不胜枚举。

由此可见，这两位投资家对人心的分析可谓入木三分。他们会仔细思考消费者在购买一样货物、生产者在制造一样产品、采购商在购进一种原料的时候，到底是怎样一种心态。这样的思维方式，不可谓不深。

“远”：在投资时，我们绝对不可以只考虑短期，如几天、几个星期乃至一两年之内的经济规律和逻辑，而必须看到长期的发展规律，才能抓住最大的趋势，得到最高的回报。

在1960年代，美国已经成为全球最强盛的经济体，而香港地区则是刚刚开始工业化的城市，香港的人均住宅面积甚至只有几平方米。但是，从长期的经济发展潜力来看，香港地区无疑远大于美国。在之后的四五十年中，香港无论是股票价格还是地产价格，其表现都远超出美国资本市场。而在1990年代初期，内地的人均工资只有区区一两百元人民币，而当时香港的人均工资高达五六千港元。但是，从社会的发展潜力来看，内地的发展潜力又远远大于香港。结果，在之后的20多年中，无论是内地的股票市场还是房地产市场，其基本面和价格增长的幅度也都远大于香港市场（内地股票由于有时过度高估，以致价格并没有在所有时间都准确反映出基本面的巨大增长）。

“大”：最后，再让我们来看看大。对于任何一个投资交易，我们都可以找出几种乃至几十种逻辑，以佐证这个交易划算与否。但是，有些时候，在这些逻辑中会出现一两个特别重要的，以至于其他逻辑无论多么有道理，都很难盖过前者。在这种时候，我们就需要抛开细枝末节，抓住最重要的逻辑。

就举眼下的例子来说，当前内地一线城市的房价和年租金净收入的比值普遍达到70倍左右，而A股蓝筹股的估值只有约10倍市盈率，香港H股则仅有7倍。[1]从过去百年的人类经济史来看，我们还很难在哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个经济体中找到在同一时期两种资产估值如此巨大的背离。唯一的例子恐怕要来自20世纪60年代到70年代，美国的漂亮50泡沫（Nifty Fifty）。在如此巨大的估值悬殊之下，两种资产未来价格的相对走势也就很难延续过去十多年中的趋势了。

由此可见，如果我们想在投资中超人一等，从而取得长期的超额投资回报，那么在思维投资的过程中，尽量做到更高、更深、更远、更大地思考是必不可少的。尽管这些思维似乎很难为我们带来多少短期回报，但是它们足以让我们的投资业绩在长期变得更加优秀。

注释

[1] 据2015年数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资市场如战场

在《孙子兵法·军形》里有一段话：“举秋毫不为多力，见日月不为明目，闻雷霆不为聪耳。古之善战者，胜于易胜者也。”意思是说，善战的人，要挑容易打赢的仗去打，就像举起秋毫、看见日月、听见雷霆那样。

兵法指挥的是军队，投资指挥的是金钱。两千多年以后，在投资的世界中，那些善于投资的人做出的总结居然和两千多年前的孙武完全一样。沃伦·巴菲特曾经不止一次地表示，他投资的奥秘之一就是找那些容易做的事情：“我并不试图跨过七英尺高的栏杆，我到处寻找的，是我能跨过的一英尺高的栏杆。”

为什么兵圣孙武和股神巴菲特得出的结论如此一致呢？这是因为，在真实的世界中，变量是如此众多，各种变量之间的相互关联与影响更是难以穷尽。在多变的世界里，如果需要取得确定性的胜利，就需要极端确定性的把握。

听见蚊蝇振翅的声音是不容易的，听见雷霆却很容易。同样，判断PB（市净率）为14倍、R O E（净资产收益率）为30%的股票是否有投资价值不容易，判断PB为0．8倍、ROE为20%的股票是否有投资价值却是容易的。有经验的投资者恐怕已经可以猜到，前者是2013年在香港上市的澳门博彩类企业，后者则是2014年年中A股的银行类公司。在之后的一两年中，前者的股价下跌了一半，后者的股价上涨了一倍。

但是，这种寻找显而易见的机会的投资方法是不是看起来太过简单？这么简单的方法岂不是谁都能学会？谁都能学会的东西还能赚到钱吗？对于这样的疑问，老子早在《道德经》里就做出了解释：“上士闻道，勤而行之。中士闻道，若存若亡。下士闻道，大笑之。不笑不足以为道。”正是因为这样的方法看起来过于简单，才被许多将军、许多投资者不屑一顾，才被2 500年前的兵圣和今天的股神奉为必胜之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，这样一直等待敌人和市场出现大的纰漏才行动，从而轻松获得巨大回报的作战、投资方法，也不是像它看上去那么简单。其中最难的关键点就在一个“等”字。为了获取绝对的作战优势，有经验的将领必须以极强的意志力等待时机的出现。据《吕氏春秋》记载，武王伐纣之前，三次派遣间谍刺探商朝国都的情况，使者分别报告说商朝“谗慝胜良”“贤者出走”“百姓不敢诽怨”，而太公望一直等到第三次间谍回报，才告诉武王商朝已然大乱，可以讨伐了。

同样，为了得到最佳的投资机会，有经验的投资者也必须耐心隐忍，等待最合适的时机出现。在2000年美国股市泡沫达到顶峰之前，巴菲特连续四五年回报率输给市场平均水平。而当他在2002年左右买入香港H股中石油的股票时，H股的估值水平已经极低，甚至比2014年年中上证综合指数在2 000点附近时的A股蓝筹股还要低上40%左右。在估值差异巨大的时候，在企业优劣差异巨大的时候，在潜在长期投资回报差异巨大的时候，哪些资产能够取得更高的长期回报，难道不是一目了然吗？可是，又有多少投资者能够分辨清楚这些浅显的问题呢？孙武笔下那轻柔的秋毫、炫目的日月、震耳的雷霆，又有多少人能够举得起、看得到、听得见呢？

胜兵先胜而后求战

美国南北战争中，在新市场战斗（Battle of New Market）展开前夜，南方军的指挥官约翰·C. 布雷肯里奇（John C. Breckinridge）问下属：“你认为常胜的名将在战前的谈论应该是怎样的？”下属回答说：“我们应该努力战斗，拼死搏杀，最终取得胜利。”“不，”约翰回答说，“这不是名将应该说的话。真正的名将应该说这样的话：我会失败，我的军队会被击溃，我的国家会遭受损失，除非我在战争之前就找到一定能够赢得战争的方法。”

在2 000多年前，中国的孙武在《孙子兵法》中也写下了与这位南方军将领意思几乎相同的话：胜兵先胜而后求战，败兵先战而后求胜。也就是说，常胜之军在战争开始前就已经在各个方面取得了决定性的优势，如武器精良、人数众多、训练有素、地形优势等等。而常败之军则在战争开始以后，才凭借勇气和运气去夺取胜利，如此，他们的胜利也就常常来自于侥幸，而取得胜利的概率也不高。

在投资的战场上，优秀的价值投资者就像孙武笔下的胜兵和约翰·C. 布雷肯里奇口中的常胜名将一样，先胜而后求战，先赚钱而后求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易。在进行一笔交易之前，优秀的价值投资者会不断考量标的资产的基本面究竟如何：公司的市场占有率稳定吗？增长稳健吗？盈利能力强吗？竞争对手可能取代它吗？股票的估值高吗？大股东在公司中的利益是和二级市场投资者捆绑在一起吗？有没有资产质量相似但估值更便宜的标的？债券的还款有保障吗？发债公司的行业有过剩的风险吗？房地产项目的周边人气足吗？开发商有资金紧张的情况吗？诸如以上的内容，都是价值投资者在做一笔交易之前必须考量的。在进行了各方面审慎的考虑，并等到了具有足够吸引力的机会以后，价值投资者才会动手交易。

而在交易开始以后，资本市场上的胜兵将要面对的基本就只剩下两种可能：其一是价格上涨，交易赚回利润；其二则是价格下跌，投资者以更便宜的价格买入更多资产，在长期赚回更多的利润。胜兵先胜而后战，在交易开启的那一刻，准备周密的投资者就几乎已经触及自己的利润了。

反之，在交易之前，不了解企业的经营情况，不了解行业的长期发展历史和规律，不了解各类资产的性质和风险，在这样的情况下开始交易的投资者，是很难稳健地、一次又一次地取得优异回报的。他们的投资业绩，也就只能依靠自身的运气，或者在交易中不断闪转腾挪的技巧。正所谓，败兵先战而后求胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何做一个好的策略研究员

如何才能做一个好的策略研究员？这里，就聊一聊我认为策略研究里最重要的三个要素。

也许很多人不会想到，如果要描述策略研究最重要的三个要素，那么排在第一位的，不是聪明、勤奋、知识面广、消息灵通等，而是诚实。

由于策略研究这一工作太过复杂，所以在一般的环境下，由于内在的急于求成的心理和外在的来自领导、客户、市场等的压力（很多时候这种压力也是不切实际的），策略研究员容易逼迫自己做出一些不诚实的结论，写下并非自己打心底里认可甚至很不认可的研究结论，而不是写出一些更加准确但是结论通常更加开放的研究分析。久而久之，有些策略研究员甚至会沉溺于这种“忽悠”的研究而不能自拔。如果任由这种情况发展，策略分析的工作就会产出一个个故事和一串串泡泡，这无疑对累积真正的研究能力是极其有害的。这样行事的策略研究员，研究能力将无法累积，思想会逐渐混沌：他将无法看到事情的真相。

反之，如果一个策略研究员能够做到有一说一、搞不清就说搞不清（这可能意味着99%的情况都搞不清，但又怎么样呢？谁真的搞得清短期的热点真正在哪里？就算真有人能搞清，他又怎么还会愿意做上班族？ ），那么他的研究能力就会逐步累积，他对这个社会和世界的眼光和看法就会逐渐长远、透彻、深刻，最终，他就会成为优秀的策略研究员。

第二个要素，则是广阔的知识面。

一个好的策略研究员绝不能只懂财务报表、经济数据、股价走势（其实又有多少人真正懂得股价的走势呢），这些其实都是社会、行业运行的结果。学习了再多的结果，我们也很难找到事情的真正原因。一个好的策略研究员需要真正懂得这个社会，理解它运行的轨迹，从而预测它的某个部分未来的运动方向，无论这个部分是一个行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的发展、一项经济政策的制定还是一种资产的价格波动。这是一个极高的要求，在研究诸领域中算得上是数一数二的困难，没有多年累积是做不到的。而要理解一个社会，就要理解它的历史、文化、人口、政治、经济、风俗习惯、地域特征、自然资源等等。只有在真正理解了这些事情以后，我们才能够预测这个社会下一步的发展。现在，你明白为什么乔治·索罗斯在1997年进击香港市场之前，会找人给他讲《老子》了吧？

在具备了以上两个要素以后，恭喜你，你现在离优秀的策略研究员只差一步了：第三个要素，敏锐地观察市场的各个方位。

与宏观、行业、固定收益、金融工程等等的研究员不同，策略研究员需要不停地思考市场的每个方位，不停地在各种资产之中选择最有可能获利的那一个。发电板块可能很好，但是旅游板块会不会更好呢？保险呢？如果你觉得保险板块更好，那么A股和港股的保险公司哪一个好呢？美国市场的呢？保险公司和债券比又是哪一个好呢？有没有什么数量化的方法能增加收益呢？大宗商品怎样呢？作为一个策略研究员，你需要用巨量的知识储备，不停地、诚实地回答这些无穷无尽的问题。当然，回到第一个要素，这些问题可能在99%的情况下都是没有令人信服的答案的，甚至完全无法回答，但这又怎样呢？我们难道真的需要回答每一个问题才能做好投资研究吗？只要你抓住了那1%的确定性，那么恭喜你，你就找到了开启这个市场的钥匙，也就能成为一个优秀的策略研究员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大投资者的特质：特立独行

在投资行业工作久了，我们经常听到投资者说一些话：虽然这类资产很好，但是现在市场情绪很悲观，大家都认为这类资产不行，抑或现在市场情绪很乐观，大多数参与者都喜欢买这类资产，等等。殊不知，投资者的情绪是被历史证明最靠不住的一种东西。

从远古以来，人类非捕食类动物的特质就决定了人类是群居的，并以众人意见的肯定与否来决定自己的主观感受。所以，我们的社会才演化出了各种各样的奖励。而且，这些奖励从我们的孩童时代就一直试图刺激我们的神经，加强了我们认为“得到群体授予的奖励是非常荣耀的”这样一种直觉。殊不知，至少对于培养优秀的投资者来说，这种直觉是极为有害的。

让我们来看一个最简单的理由。假设多数人的情绪、认知是有利于获得优秀投资回报的，那么为什么绝大多数人在长周期来看并没有从投资上赚到很多钱呢？这里指出长周期，主要是为了挑出中国的房地产大牛市这个特殊的例子：我们很难肯定，现在动辄几十倍家庭年均总收入的房价真的是一个可以长期维持的价格。

公众的情绪在绝大多数时候是随着市场的价格变化而变化，而非领先于市场的价格变化的。不信，你可以去观察：在牛市中的流行言论，几乎总是很乐观的，而在熊市中的流行言论，几乎总是悲观的。

2014年以前，在原油价格100美元的时候，我们听到几个人说油价会在2014年突然跌破30美元？在2015年创业板指数突破150倍PE （市盈率）估值的时候，有多少人对创业板忧心忡忡呢？而在2014年A股蓝筹股只有6倍PE的时候，认为上证综合指数能跌到1 400点的大有人在，正如2016年年初，伴随着香港股市大跌，很多人认为香港市场会被永远抛弃、恒生国企指数再便宜也不能买。但是，盛极而衰、冬去春来永远是这个世界的主旋律。原油的产量已经难以上升，而中国和印度的崛起必然消耗巨量的石化能源，西方世界的进一步发展也会需要更多的燃料。6倍PE估值的股票市场必然最终吸引资本的流入，想想看一年16．7%的回报率（6倍PE估值的倒数）是多么诱人的一个数字！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是举世闻名的淡马锡控股从1974年至今，也只取得了每年平均16%的回报，而这意味着其初始投资的回报率高达500余倍。

而反观资本历史上100倍以上PE的市场，不论投资者的情绪多么疯狂、大众对它的喜好多么狂热，几乎没有不下跌的，原因无他，太贵而已。但是，与生俱来的从众心理和从小被各种奖励刺激而固化的对群体赞许的渴望，导致绝大多数投资者无法从大众的心理趋势中自拔出来，并最终做到因和大众相同而恐惧、相反而兴奋。这种特立独行的品质却是古往今来一切伟大投资者必备的要素。也许，正是因为这种特质的难得，才使得伟大的投资者如此之少吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是投资者的专业

古话说得好，术业有专攻。离开自己专业贸然行事的人，偶尔也有成功者，但失败的概率委实不小。就像离开罗马帝国来到帕提亚的克拉苏，在陌生的土地上想要取得昔日的辉煌，实在不是件容易的事情。

作为投资者，我们的专业是什么呢？有人说是经济、行业和公司。如果说我们研究一个行业、一个公司“长达”一个乃至几个月，我们可不可以算是这个领域内的专家呢？换一个角度想想，对于一个新入行几个月的员工，恐怕连实习期都没有结束。而如果我们研究几个月就自认为能够懂得其中的动向，是不是太自信了呢？想一想，我们是否知道一家公司的真正财务情况？是否知道它周围所有的社会网络？是否知道它的产品上下游的供需特征，各种经济、政治、地缘力量的角力？是否知道它未来真正的经营计划？是否知道政府对它的全面态度？我想对于这些问题，任何一个深入参与过企业运营和决策的人都会说：想要完全把握一家企业的情况是挺困难的。那么，如果企业的运营并不是我们真正的专业，我们又怎么能根据公开资料所做的简略分析就得出投资结论呢？

有人也许会以巴菲特为例，证明只从理解企业角度出发的价值投资是多么伟大的经典策略。但是，巴菲特身处的是一个全球最敏锐的资本市场，其对企业价值的发现和表达能力全球居首。在那些对企业价值发现功能并不完备的市场，巴菲特的方法是否还能一样有效呢？而且，即使在巴菲特的身边，也站着索罗斯、西蒙斯这些极少使用传统价值投资方法的投资者。

那么，如果不是了解企业，什么才是投资者的专业？窃以为，是建立在企业价值之上的市场，这才是一个只属于投资者的专业。企业的价值是市场的外墙和基石，市场更是由无数的非企业因素，如价格、趋势、波动、心理等组成的。这就好比古罗马的角斗场，企业价值只是看台、沙地、战车、兵器，而角斗中表现出来的力量、速度、敏捷、战术，才是角斗士们真正的专业。我们需要理解这个市场上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切主要因素，并且应用我们所能找到的各种手段，寻找一切有确定性的机会。

当然，仅仅以理解行业、企业价值为自己唯一专业的投资者，也会有在市场上的容身之地，这就好比拥有最锋利武器和最坚硬铠甲的角斗士，尽管技法不佳，也可以取得成功。但是，当我们审查自己的知识体系时，如果发现自己对一个行业、企业了解得并不是那么透彻，对它们的领悟并不能达到真正的专家水平，而是更多处在人云亦云的状态下，那么我们是否也应该重视市场本身———这个投资者自己的专业呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资莫要“如虫蚀木，偶然成文”

国学大师南怀瑾先生的《宗镜录略讲》里，引用了一句有名的比喻，“如虫蚀木，偶然成文”，意思就是人们在试图总结规律的时候，往往错误总结、乱下结论，结果经常搞错。许多时候，因为我们正好碰上一些事情，就把这些事情编织在一起串出一个总结，却没有发现其实这种总结就像虫子啃木头一样，偶尔啃出来好像文字的样子。这样的文字也好像有一点意思，听起来也有些道理，可是下次这个虫子想照样再啃一行字出来，却怎么也不行了。

举例来说，一个投资者听说了一则消息，买了一只股票，结果第二天就涨停了。这位投资者自然很开心，觉得找到了投资的真谛，下次继续如法炮制。可是听消息真的是投资的金钥匙吗？如果是的话，为什么大家每天都能得到这么多的消息，却很少有人在长期取得满意的回报呢？再比如，一位白领在一线城市借贷买了几套房子，结果随着房价大涨，赚到了比自己一辈子工资都多的钱。但是，这位白领因此找到了投资的真谛了吗？还是他只是运气好、胆子大呢？一个从20世纪80年代就开始持续加杠杆长期做多美国国债的投资者，一定会得到美国债券市场最好的投资回报。但是，这位投资者是真的找到了投资的秘籍呢，还是只是运气好、胆子大呢？

在资本市场中，有一条不变的真理，即在每一轮牛市中，业绩最好的那个，一般都不是长期最靠谱的、收益率最高的。牛市的发生，一般都伴随着人们难以想象的狂野涨幅。而在如斯的市场中，取得别人都不能取得的业绩，必然需要冒别人都不敢冒的风险。华尔街有句谚语，“华尔街有老的交易员，也有胆大的交易员，但没有又老又胆大的交易员”，敢冒市场里最大风险的投资者，很难是笑到最后的那个。在总结投资规律、寻找投资方法的时候，我们一定不能只看眼前的收益率，然后随便找一个看起来有点关系的理由进行归纳，这样很容易得出“因为公鸡叫了，所以太阳才升起来”的结论，或者就像前文提到的，“如虫蚀木，偶然成文”。

我们需要认识到，在绝大多数时候，运气而不是规律决定了我们所看到的短期业绩。而且，对于一些市场来说，这个“短期”可能长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达几年甚至十几年、二三十年。关于这点，美国投资泰斗霍华德·马克斯（Howard Marks）在他的著作《投资最重要的事》（The Most Important Thing）中深有感叹。

许多时候，我们为了解释自己所看到的现象，绞尽脑汁找出一个似是而非的结论，但是我们却忘了，这些现象可能完全是由我们无法总结、归纳的随机因素导致的，而承认这种随机因素的存在，而不是一定要找出一个牵强的理由，才是正确的投资研究方法。那么，我们如何才能完全规避随机性带来的影响呢？答案是：我们不可能做到这一点。我们无法保证每个人生在同样财务状况的家庭，无法保证每个人得到平等的社会机遇，甚至无法保证每个人生而拥有一样健康的身体。

只有看穿了这个世界的不完美，我们才能意识到怎样的行动才是最有效的。最有效的行动永远不会是最好的行动，但是它们却是我们能够采取的最正确的行动。毕竟，投资者是人而不是神。对于我们来说，不完美会永远存在，接受这种不完美，同时努力去找出最优概率下的解决方案，而不是为了追求完美而做出不切实际的归纳和总结，才是我们应该采取的最完美的行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学郭橐驼做投资

《古文观止》里有一篇文章，叫《种树郭橐驼传》，作者柳宗元。文章描述了一个叫郭橐驼的人，很会种树，种的树又高大又茂盛，有钱人争相购买。很多人问他是怎么种的，郭橐驼说其实很简单，树根要有足够的空间，泥土要均匀，少移栽，捣土要结实。这样种下以后，就完全不用管它了（原文“其莳也若子，其置也若弃”）。这样顺应树的本性，自然就能长好。那么其他人为什么种不好呢？郭橐驼说，一般人种树，种的时候不好好准备，土球也小，种树的坑也小。种下去以后，又整日忧劳，乱施肥、瞎修枝，偶尔还去刮刮树皮看活了没有，摇摇树干看长实没有。这样种树，天天操心不说，其实是害了它啊！

想想看，我们做投资，有多少人能像郭橐驼一样，在决策之前缜密思索，决策以后就不再轻易变动呢？我们花了多少精力关注市场的波动、实时的新闻，又花了多少精力去研究那些本质的问题呢？想想看，我们忽略了多少问题！为什么现在A股大部分公司的股价比港股要贵2～3倍？这难道仅仅因为投资者习惯不同吗？银行的贷款里有多少和房地产行业相关，难道房地产行业影响的只是开发商的借款和房贷吗？券商行业的利润过去几年主要来自佣金收入，而超高的换手率未来一定能维持吗？ A股小盘股的估值大概是蓝筹股的2倍以上，在国际上则平均只有70% ，这真的合理吗？[1]

不过，话说回来，机构投资者的比例从2007年开始逐渐萎缩，而从股价波动来看，最近几年股市波动率远大于前几年———那么我们又凭什么能说市场成熟起来了呢？又怎么能单纯地依靠成熟市场的投资手段呢？这就牵涉到量化。但量化是一件简单的事情吗？我们有没有在执行一个程序以前反复检验，在开始执行以后放心大胆又一丝不苟呢？一个在2005年以后适用的程序，在之前的市场表现得怎么样呢？我们难道可以简单地用“市场成熟了”这样一个借口，就无视2005年以前的数据吗？抑或用“市场不成熟”的借口，就忽视A股以外市场的数据？一个在2008年以后取得超额收益的程序，有没有受到小盘股泡沫的干扰呢？一个基于统计概率的总结，是不是经过了足够数据组的测算了呢？还是仅仅因为在10组数据里有8组回报为正，就得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出“获利概率高达80% ”的结论了呢？我们真的足够仔细了吗？举个例子，笔者在量化研究中就曾经吃过一个不小的亏，而原因仅仅是忽视了ETF （交易所交易基金）和指数之间年化不到4%的跟踪误差。

郭橐驼不是神，巴菲特、索罗斯、西蒙斯也不是。他们所做的，只是更多了一些理性，更少了一些人性的猜疑，更多地分析、理解、接受了事物的本性而已。让我们再温习一下这句朴实的话吧：“其莳也若子，其置也若弃。”

注释

[1]本节成文于2011年，目前这些现象有所改善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旱买船，涝造车

“贾人夏则资皮，冬则资絺，旱则资舟，水则资车，以待乏也。”这句话出自《国语》，是2 500年前，越王勾践伐吴失败，被吴王夫差围困在会稽山，问计于大夫文种时得到的回答。文种告诉勾践，商人做生意需要提前预备，夏天储备皮衣，冬天储备絺衣，天旱的时候买船，下雨天造车，而为政治国用兵也是如此。今天大王你已经被四面围困，才来找谋臣商量对策，难道不是太晚了吗？

这个理论在投资中也是一样。在面对极低的整体市场估值时（比如2014年年中的A股，2016年年初的港股），许多投资者却表现出了许许多多的担忧：中国经济尚未企稳，房地产市场估值太高，经济转型尚属艰难，香港市场经济停滞不前，国际资本抛弃中国市场，等等，股票怎么能买呢？殊不知，当这些风险全都消除时，股票一定不会再是今天的价格。这就好比当下雨的时候再想买伞，地铁口的伞就一定会涨价；在人多的旅游景点打车，车一定不好打；在夏天买最流行的短装，价格一定不便宜；在华灯初上的时候去闹市的餐厅吃饭，大多要排队。

理性的投资者都知道，长期的投资回报一定等于估值的变动乘以基本面的变动，而在这两个因素之中，估值的因素并不比基本面的因素来得次要。如果一家公司在10年里基本面扩大到原来的10倍，另一家只扩大到2倍，但是前者是以5倍的估值买入，后者是以1倍估值买入，那么两家公司在10年中的回报几乎相同。当然，买入当前基本面看起来暗淡的资产时，必须要注意的是，不能买入那些没有机会翻身的资产。以疾病为例，我们得买入那些患了感冒、发烧甚至是骨折的资产，但是不能买患了不治之症的资产。感冒发烧在一段时间以后恢复的概率非常大，而不治之症会让投资者的本金难以收回———不论买入价格有多低。

所以，在判断资产前景的时候，我们得牢牢记住，依靠当前的形势分析，并不能给我们前瞻性的判断。想要找到那些短期暗淡但是长期稳健的资产，我们就必须有周期、变动的眼光。只有坚持“旱买船，涝造车”的投资手段，才能获得长期的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 000多年前的两支赵军：你们本可选择不战

2 000多年前的秦赵长平之战，以赵军全军覆没、秦将白起坑杀40万降卒落下了战幕。这场惨烈的战役还留给后人一个成语：纸上谈兵。四个字的成语，用40万条性命换来，十万人得一字，足以让今人念之凛然。

但是，长平之战赵军的惨败本来可以避免，而避免惨败的战术却少为今人所知，或许正是因为这战术过于平庸，不足以被人称道。在赵括掌握赵军之前，老将廉颇作为赵军主帅，对远道而来、粮草不济的秦军采取坚壁不出的战术，秦军对他无可奈何。如果不是后来的赵括上任，这场大战或许就不会在历史上出现，最多在《史记》里日记一般写上一句，“某年某月秦赵相拒于长平，不战而散”。

在长平之战50余年之后，同样的赵军面对西来的敌人，相同的一幕再次上演。汉军大将军韩信攻打赵国，赵王手下名将李左车建议利用韩信远来、后勤不足的弱点，坚守不出、拖垮对手。但是，对韩信军力不以为然、对自己又过分自信的赵军主帅陈余，没有听从李左车的建议。同是一代名将的韩信，原本畏惧李左车会辅佐赵王以此计打败自己，迟迟不敢进军，而当他听说赵王不用李左车之计以后，大喜过望，轻军突进，一战大胜。楚汉争霸的格局，就此改写。有意思的是，韩信卓越的指挥也给后代留下了一个成语：背水一战。

同样的两场战役，同样都是赵军，输在同样的战略错误上：急于追求胜利，反而输得更惨。如果两支赵军采取稳重的打法，如《孙子兵法》所说的那样“先为不可胜，以待敌之可胜”，那么战争的结局就会改写。

在投资的战场上，同样的规则也往往被投资者忽视。在我们根本没有那么大把握的时候，在我们认为自己有很大把握，但其实并没有那么大的把握的时候，在我们对局势不能全盘理解的时候，为什么我们要出手投资呢？这就像沃伦·巴菲特对一个推荐给他“有50%把握的投资机会”的人所说的那样：你会带着一个有50%把握打开的降落伞跳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

飞机吗？在投资机会来临时，在市场向我们宣战时，请永远记住，我们完全可以选择不战。

对于投资高收益理财产品的投资者来说，他们需要仔细想一想：这个理财产品的投资标的是什么？自己的投资凭什么得到如此高的收益？到底是什么企业，可以在承受了15%的融资成本以后还能保证无风险的经营呢？

对于加上几倍杠杆购买股票的投资者来说，他们想明白股票价格的波动是不是真的不会超出某个空间吗？对于买入一只高估值股票的投资者来说，他们真的能确定因为这是一家好公司，所以估值一定没有下行的空间了吗？如果下行了，还有钱继续增持吗？

对于买入一套出租回报率不到2%的房子的人来说，他确定住房的价格不会下跌吗？如果住房需求那么强烈，为什么租金却如此低廉呢？而从投资增值的角度来说，这座城市里的居民平均工资，真的足够支撑这样的房价再涨几倍吗？

在与投资者的交流中，我常常听到“确定性投资机会”这个词。这本来是一个非常好的词汇，告诉我们“确定性”是投资中重要的一环。但是现在，它被使用得如此广泛，似乎已经成了“美女”“帅哥”这样的流行词汇：只要我推荐给你的，就是“确定性的投资机会”。殊不知，真正确定性的投资机会少之又少，在我们生活中出现的概率可能不会超过2% ，而且需要我们仔细、勤奋地去发掘才能找到。不过，这并没有什么好让人气馁的，如果找不到太确定的投资机会，我们大可选择不去投资，就像2 000年前的赵军本应选择的那条路一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要忘记投资中的空性

在佛家的哲学理论中，空性是一个经常提及的词，意指任何事物都不是像我们一般认为的那样非黑即白、非此即彼、非对即错。它们都是由很小的事物分子构成的，而很小的分子又可以由更小的分子构成。这些分子和分子的分子既然可以构成一种事物，那么在另外一种组合下，它们就可以构成另一种事物。所以，我们不能对任何事情抱有一成不变的看法，而应该灵活、辩证、精确地剖析每个问题。

空性的概念比较空洞，所幸的是，我们可以在投资中找到非常多非常好的例子来说明这个问题。下面，就让我们来仔细剖析几个案例。

在2014年的时候，A股中蓝筹股票的估值极其低廉，4～6倍的PE估值比比皆是。但是，我们必须认识到，优秀企业的低估值并不是一成不变的事情，它是具有空性的，而其重要组成部分包括投资者缺乏独立判断的能力、强烈的从众心理两个因素。在这种情况下，既然缺乏独立判断的能力和从众心理可以导致极低的估值，那么同样，在另一种组合下，它们也极有可能产生极高的估值。结果，仅仅一年以后，我们就在2015年看到了一波波澜壮阔的牛市。

非常类似的一个例子来自香港市场。2015年底至2016年初，香港股票市场蓝筹股的平均估值在7倍（恒生国企指数）到9倍（恒生指数）PE，一些优秀公司的PE甚至只有5～6倍，在全球几乎处于最低状态。尽管港股中这种低估值的原因和A股不尽相同，但是这种低估值也并不是真实的实体，它主要是由于全球资本流动性的反复无常和对内地经济情况不能深入了解造成的（许多投资港股的全球基金经理甚至很少来内地实地调研）。那么，如果说现在港股的低估值也是由于可以改变的空性造成的，那么港股的高估值又在哪里呢？要解决这个问题，我们得往前看。2002—2003年，香港的恒生国企指数估值也是全球最低，和2015年12月底的水平大体相当。5年以后的2007年，香港股票市场的平均估值一举冲到了大约35倍PE，几乎达到当时的全球最高水平。正如之前的价格后来被证明是不合理的低估，2007年港股的高价也成为之后数年港股取得更高收益的障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再让我们看一个在2015年发生的例子。内地市场交易的分级基金A端子基金在当年6月的价格出现了极低的水平，平均折价在20%～25%。但是，在当年底的时候折价却缩小至5%左右。众所周知，分级基金A端的理论收益主要来自两部分，即类似浮息债券的浮动收益和附送的看空期权。从这个角度来说，2015年底的基准利率更低、股市的泡沫更小，分级基金A端的价值不论从哪个方面来看都应该更小，其价格也应该更低才对。但是，为什么它的折价反而会缩小呢？原因再次来自于影响价格的第三方因素：投资者的判断能力和盲从的趋势。在这两种意志向下作用的时候（相应对分级B端的作用向上），分级基金A端的价格在2015年6月变得很低，即使当时的基本面其实更好。反之，当这两种意志向上作用的时候（相应对分级B端的作用向下），分级基金A端的价格就屡创新高，即使基本面已经不如6个月以前。

从以上这些例子我们可以看到，佛家哲学中破除执着思维的空性，对诠释资本价格的变动有着至关重要的作用，而乔治·索罗斯用无法捉摸固定状态的量子理论来解释这种变化，其实也阐述了相同的道理。也就是说，资产的价格和估值并不是一成不变的，它们是由一些相对微观的因素组成的，而这些微观的因素又由更加微观的因素组成，层层叠叠变化无穷。

所以，我们在分析资产价格的时候，绝不可以人云亦云，看似做了大量的分析，实则是为了给当前的价格找背书的理由。我们必须找到决定资产价格的关键因素，考虑这些因素在长期可能发生的改变，然后把投资的筹码压在最可能发生的新方向上。只有如此，投资者才能取得长期稳健的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资需要放弃寻找认同感

投资需要拥有什么？这份单子可以很长，包括知识量、判断力、对自己决断的信心等等。那么投资需要放弃什么？窃以为，投资首先需要放弃寻找认同感。

作为一种群居动物，人类天生就拥有对认同感的渴求，因而荣誉和名声才被世人所看重，夸奖和美誉才被世人所渴望，同时憎恶、诋毁、谩骂才被世人所忌讳。在这种心理思维之上，人类文明才得以建立一切非物质的奖惩手段，如奖状、勋章、先进评选等等。但是，这种心理恰恰是投资者需要舍弃的。为什么呢？因为投资者的使命并不是取得赞同、逃避非议，而是获取超过市场平均收益率的超额收益。问题是，市场的平均收益率就是由市场的整体思维构成的。当市场上的大部分投资者倾向于认可一个方向的时候，价格自然也就在这种集体意识的作用下走往这个方向。

由于人的天性是非理性的，我们对认同感的渴望普遍远大于我们对真理的渴望，所以当一个投资者看到了市场尚未看到的事物时，几乎可以肯定的是，他无法获得市场的认同。但是，“发现别人没有发现的正确事物”正是超额收益的来源。可以很清楚地看到，出色的投资者需要取得超额收益，取得超额收益需要看到市场看不清的东西，看到市场看不清的东西就不可能获得认同（至少是普遍的认同），所以，出色的投资者必须放弃寻找认同感。

但有意思的是，由于认同感对于人类社会是如此重要，所以除了投资以外的几乎所有工作岗位，其晋升都需要工作者自身对认同感的渴求以及激发同事对认同感的向往。这种投资行业与其他工作的本质差别，导致很多优秀的投资者坦承，他们虽然业绩不错，但是经常不被下属认为是好的老板。这份名单很长，就我所知，至少乔治·索罗斯、彼得·伯恩斯坦都在他们的自传里说过类似的话。而沃伦·巴菲特也多次表示，他自己管理企业的能力比不上投资的能力，所以最好把企业交给职业经理人去管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，放弃寻找认同感并不代表事事特立独行、事事与市场不同、凡事都人弃我取，因为这个市场上大部分的认知仍然正确，就好比几乎所有的投资者都知道货币基金的风险几乎和银行存款一样低，但是在通胀的时候会表现得更好。同时，大多数的偏见可以持续相当长的时间，从而导致一开始就和整个市场对着干的投资者，或是很难坚持到最后，或是即使坚持下来也会遍体鳞伤。

放弃寻找认同感指的仅仅是作出投资决策的依据，不是认同感，而是投资环境本身。这种投资环境甚至会考虑其他投资者之间的认同感，也许在这种认同感过于信心爆棚的时候不会去轻易反对它。就像乔治·索罗斯曾说过的：“我不完全同意艾伦·格林斯潘关于‘非理性繁荣’的论述，当我看到市场过于疯狂的时候，我参与其中、火上浇油，但我并不是非理性的。”窃以为，这句话最能反映乔治·索罗斯这位投机大师的霸气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期投资如何抉择：陈胜为什么争不到天下

“秦失其政，陈涉首难，豪杰蜂起，相与并争，不可胜数。”在《史记》里，司马迁用这样短短20个字，描述了秦朝末年大动荡的进程。在这里面出现的陈涉，就是揭开秦末大动荡之幕的第一人：陈胜。但是，为什么陈胜之后没有夺取天下，在楚汉争霸中也销声匿迹，甚至在项羽率领诸侯军攻秦时也悄然无形？事实上，陈胜起义仅仅在半年之后，就被秦王朝扑灭。其中固然有力量对比悬殊的因素，但一个重要的原因却和陈胜不会团结人心有关。

在陈胜起义后，原来和他一起耕田的一些农夫记起这位如今的大王曾说过的“苟富贵，无相忘”的诺言，便来到王宫找到陈胜。但是，陈胜不久便觉得这些昔日的老朋友不懂礼节，对已经身为大王的自己不够尊敬，于是竟找了一个理由杀了这些昔日老友。从此，陈胜大军军心涣散， “由是无亲陈王者”，败亡的种子就此种下。

在这段史实里，我们需要仔细思考的是，陈胜为什么会杀掉昔日的老友？这种敢作敢为的性格，其实也恰恰是导致陈胜首先起义的原因。也就是说，正是由于陈胜是一个非常敢于行动和决断的人，他才会在秦朝暴力统治之下，敢于首先起义。但是，也正由于他这种果敢的性格，导致他在铲除自己不喜欢的下属时，更容易下手。

同样，隋末唐初的义军首领李密曾为了夺取军权在宴会之际突然暗杀了一心栽培自己的老领袖翟让。其手段之果断让宿敌王世充不寒而栗。李密在数年以后由于形势不利而投奔李世民时，又打算故伎重演，暗杀李世民，结果这次暗杀失败，李密也由此丧命。可以说，李密成也暗杀，败也暗杀。

这两则看似和投资不相关的历史案例恰恰解释了我们在投资等经济活动中大量遇到的问题：尽管杠杆可以带来很高的利润，为什么却很少有投资者依靠高杠杆成功？为什么改革开放早期成功的企业家，大部分到后来遭遇了经营危机？为什么手握大量现金的传统企业的转型，看似容易实则很难？对这些问题的解释都只有一个原理，即长期投资商业回报的产生，是有其基因的。也就是说，由于时间跨度太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长、形势变动太多，长期回报的产生很难由运气、机智、随机应变等因素决定。决定长期回报的基因，也就是投资、经商理念，才能决定一种投资决策是否能够长久地产生回报。

为什么能带来高额利润的杠杆很难铸就成功的投资者？因为高杠杆不但容易导致成功，也有可能导致失败。而不论一个投资者赚了多少钱，当这个财富的数字乘以一个0的时候，得到的结果依然是0。为什么改革开放初期成功的企业家后来有不少遇到困境？因为在改革开放初期，各种社会制度不健全，导致在这个时候敢于闯荡的企业家中的大部分人是非常进取的。这种进取精神固然给他们带来了初期的回报，但是随着此类精神所伴生的一些性格，如草率、武断、不深入研究等，往往会给他们后期的经营带来麻烦。为什么手握大量现金的传统企业的转型很难？以房地产市场为例，由于中国的房地产市场在过去十多年中持续向好，导致当前较大的地产企业在其成长的早中期经营策略多半比较激进。但是，当转型进入其他行业时，这种激进的经营风格并不适合很多行业，尤其是行业格局已经比较固定或者需要较高技术水平的行业。这种企业商业基因之间的差距导致尽管转型企业手握重金，但仍然困难重重。

所以说，如果陈胜不是一个果敢的人，他就很难成为第一个起义的人。但也正因为他是一个果敢的人，他的起义也就不容易成功。而当我们观察一个成功的投资者、商人抑或企业时，也一定要留心这种规律，即一个成功的个体，其成功的原因可能就是未来失败的原因。但这种规律并非没有例外，导致这种例外的原因是个体在成功以后，已经意识到成功的原因也可能导致失败，从而及早改变。毕竟，这种改变的能力是人类最伟大的特质之一，尽管并不是每个个体都能掌握它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资研究的误区：一样的现象，不一样的结果

一直以来，证券投资研究有一个误区，就是在分析当前某个现象可能造成的影响时，找到历史上曾经发生过的类似的现象，然后把当时曾经发生过的事情照搬一遍，得出“现在既然现象相似，那么结果也会相似”的结论。殊不知，因为事情的一些细节不同，或者一些要素不同，从而导致同样的现象并不一定会发展出一样的结果。而照搬历史上曾经发生过的类似事件的演变历程，就很可能得出错误的预测。

从2000年到2005年，A股走过了漫长的5年大熊市，上证综合指数下跌逾50% 。其间，不少证券公司效益极差，甚至有一些深陷泥潭、最终倒闭。而在2015年的大跌中，上证综指在短短的几个月中下跌50% 。按理说，这样的短期暴跌对证券公司的冲击应该更大、更难应付才对，但是这次证券公司却很少爆出当年那样巨大的财务亏损。因为在2015年，证券行业风险控制更加完善，同样的指数下跌，却带来了完全不一样的结果。

1997年以后，香港房地产市场在短短几年中暴跌最多70% 。彼时，由于香港的银行发放的是按揭贷款，在购房者断供的情况下，都有权追索购房者名下其他的财产，同时香港的个人破产法也极为严苛，所以即使房价短期暴跌70% ，香港的银行却几乎没有受到坏账冲击。而在2008年的美国，同样是房价下跌，结果却完全不同。在2008年，美国的房地产价格仅仅下跌了30%～35% ，不到1997年香港跌幅的一半，但是大量的金融公司破产倒闭。这一方面是由于美国金融企业的杠杆过高导致，另一方面应该归因于美国更为宽松的个人违约、破产法规。在中国香港和美国地产下跌的同一个现象之外，完全不同的金融企业杠杆率，以及完全不同的个人违约、破产制度，导致展现出的结果完全不同。

而在杠杆的运用上，沃伦·巴菲特和长期资本管理公司同样是通过一定的杠杆获利，却取得了截然不同的结果。长期资本管理公司过于依赖短期金融性杠杆，结果在市场动荡时粉身碎骨。而巴菲特通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险公司借到了大量的超长期杠杆，足以在取得高额投资收益的同时，迈过资本市场的沟沟坎坎。

而巴菲特在中国石油H股股票上取得的回报，也常常让买了同一家公司的A股投资者们愤愤不平。都是中国石油的股票，为什么巴菲特在2002—2003年以后赚了几倍，48元买入的A股投资者却亏损惨重呢？同样是买入一家公司的股票，同样的现象之下隐藏的是更重要的因素：价格。巴菲特买入的价格，其估值大约是48元的中石油A股的十几分之一，这也就无怪两者的回报有天壤之别了。

不光是投资和经济，在整个社会和历史中，我们也会经常发现这种“一样的现象，不一样的结果”的情况。

在1449年的土木堡之变中，瓦剌军队不费多少力气就击溃了大明王朝最精锐的50万军队。但是，在短短的几个月之后的北京城下，乘胜而至的瓦剌军队却无法打败于谦指挥的22万乌合之众。看起来一样的明军，换了不同的指挥，结果便大不相同。

其实，一样的原因必然导致一样的结果。在“一样的现象，不一样的结果”这个规律面前， “不一样的原因”其实一开始就包含在“一样的现象”里面，而正是这些不一样的原因导致了不一样的结果。只是由于种种因缘，它们表现出来的现象却是类似的，从而在那些观察不够细致、思考不够缜密的人的眼里，一样的现象就导致了不一样的结果。

大部分信息并不那么重要，大部分机会也并不那么好

大多数投资者在其投资生涯中，一直没有意识到的两个问题是：大部分信息并没有我们想象的那么重要，大部分投资机会也没有多么好。

让我们仔细思考一下，如果大多数财经信息都真的有那么重要，为什么每天整理这些信息的工作人员还没有实现财富自由，还需要加班加点地编辑文字？而如果大多数我们能碰到的投资机会真的有那么好，为什么我们身边的人仍然需要苦苦追求金钱？难道那些年长的人不都应该已经依靠这些信息发家致富了吗？前事不忘，后事之师。当我们看到整个市场每天忙碌于追逐各种财经消息、捕捉各种投资机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会，但是仍然没有因此致富的时候，我们就应该敏锐地感觉到，他们的路可能都走错了。

首先，让我们来看各种财经消息。事实上，在绝大多数时候，我们能遇到的财经消息并没有我们想象中的重要，甚至其对资产价格的影响也是非常模糊不清的。资产的价格同时受到许多因素的影响，也许一个突发的因素会对其有1%的影响，但是这种影响是否大过剩下的99%的因素，从而使我们足以据此行动呢？

举例来说，2014年底中国人民银行进行了不对称降息。按理来说，这种降息会导致银行的利差收窄，从而导致基本面恶化。但是，银行板块的股价却在之后的几个月内上涨了大约1倍。难道不对称降息对银行的基本面没有负面作用吗？当然有，利差降低总归不是一件好事，但是银行的价格还受到低估值的影响，受到宽松政策带来的流动性影响，受到长期被市场忽视所带来的稀缺性影响等，不一而足。远一点看，最为重要的经济形势和市场之间都不一定有足够的相关性。在2001年到2005年间，中国的宏观经济走势一路向好，但是股票市场却节节下挫。经济走好对股票市场没有利好作用吗？当然有，但是2001年科技股泡沫中积攒下来的高估值却是打击这个市场的更重要的原因。

而当大部分财经消息对我们的资产价格影响其实并不那么直接、明显且可以预测时，大部分的投资机会也并不像我们想的那么宝贵。

让我们假设有个聪明的投资者，每个季度可以找到1只“涨停板股票”，听起来似乎不多，3个月才找到1个机会，但是持续10年之后，这个投资者可以赚到多少倍投资回报呢？答案是44．3倍，超越全球任何一个著名的基金经理在长期的投资回报。那么，为什么没有人能每个季度赚到10%呢？答案只有一个：好的投资机会根本没有那么多。一家公司进入某个新产业算是好的投资机会吗？不一定，新的产业可能竞争更激烈、回报率更低。一家企业大比例分红算是好的机会吗？不一定，分红实际上只是把企业的资产转移给投资者而已，本质上并没有什么区别，而且还要扣去一笔所得税。一家银行坏账率下降算是好机会吗？也不一定，你得看这家银行的估值到底是多少。

尽管价值投资者从来都是以市场犯错为一个主要的收益来源，但是事实上，市场犯错或者犯明显的、可以轻松鉴别的错误的机会并不多，而这也就导致宝贵的投资机会并不经常出现。在这种情况下，频

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

繁投资的投资者不一定能取得高额回报，机会往往会被更耐心的投资者所获得。

此外，如果我们能够意识到市场上大部分的资讯并没有那么重要，大部分的机会也并没有那么好，那么我们就必然会抛弃一种行为：频繁地、过高地使用杠杆。一般来说，使用超出本金50%以上杠杆的投资者都会变得对市场的波动缺乏免疫力，遑论那些使用了百分之几百杠杆的投资者。由于金融市场存在高度的波动性和不可预测性，杠杆会导致投资者对风险和波动的抵抗能力大大降低。也就是说，尽管遵循价值投资的人在长期会获得更高的回报，但是杠杆则会导致他们根本等不到长期。

大器晚成，大音希声，大象无形。在金融市场里，我们需要去伪存真、去粗取精，找到最重要的依据，甄别出最好的投资机会，用最稳妥的方式去投资，这样才能给我们带来长期的高额回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这不光是概率大小的问题！

许多投资者在分析问题时，经常会着重分析概率的大小。举个例子，在讨论已经很贵的一线城市的房价时，投资者经常说，房价会大概率上涨，下跌的概率极小。[1]

但问题是，并不是所有的投资都只是涨跌概率大小的问题。让我们来看一个极端的例子。俄罗斯轮盘赌是一种疯狂的游戏，最早是把一颗子弹放入一把有多个弹仓的左轮手枪里，随意旋转弹仓，然后参赌者把枪口对准自己的脑袋扣动扳机，看谁的运气最坏会遇到那颗子弹。假设有一个1／10概率的俄罗斯轮盘赌，胜利者都可以拥有100万元的财富，那么有多少人会参与呢？我想并不多，因为失败的代价实在是太惨重了。所以，尽管有90%的概率可以赚100万元，但这并不是一笔好的投资。

从以上的例子我们可以看到，对于投资来说，赚钱的概率大小并不是判断投资价值的唯一标准，赚钱的时候能赚多少，赔钱的时候能赔多少，也是一个非常重要的因素。可惜的是，不少投资者对此并不详察。

回到之前说的一线城市房价，我们以目前均价5万元为平均水平（2015年），那么如果投资者判断对了，未来10年房价继续上涨，还能涨到多少呢？ 8万？ 10万？ 15万？每年的城市职工工资又能上涨多少呢？而即使15万是最终水平，这也不过是200%的涨幅，折合每年回报率11．6% ，在价值投资者来说，并不算惊人。也就是说，即使投资者判断对了一线城市的房价，他们也不会取得多么诱人的回报。当然，对于使用了贷款的投资者来说，房地产价格在上涨的时候会提供额外的回报，但这也必然导致在下跌的时候会带来额外的亏损。

而对于1倍市净率左右的股票指数，则是另一番光景（2015年底A股蓝筹股和恒生国企指数的水平）。如果这些企业的净资产在未来10年以每年15%的速度增长，而两个指数的估值分别达到2倍、2．5倍这样比较平均的水平，那么这两个指数未来10年的回报率分别会达到800% 、778% ，在“看对的情况下”，它们的回报水平会远超出一线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城市的房价涨幅。而如果看错，这些市场也不会给投资者带来太严重的亏损，毕竟它们现在实在太便宜了。

不光在分析大类资产的时候如此，在分析具体资产、股票的时候，我们也应该重视这个问题，即我们不能仅仅追求“会看对还是看错”，而是要进一步考虑在看对的时候能够赚多少钱，看错的时候会亏多少钱。

一个著名的例子来自沃伦·巴菲特对自己的老搭档查理·芒格给他带来的影响的评价：“查理把我从猴子变成了人。”也就是说，芒格教会了巴菲特寻找高速成长的企业，甚至不惜多花一点代价，而不是只寻找估值便宜、业务稳定的企业，因为后者即使看对了，也赚不到太多钱，而前者虽然可能承受较高的失误率，但只要命中，回报却是后者所不可比拟的。

注释

[1] 此处所指时间为2015年底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱的原因比赚钱更重要

记得有人曾问一位伟大的投资家：如果不看具体投资决策，你需要多少年的业绩才能判断一个投资者是否优秀？投资家说：至少7年吧。然而他停顿了一下又说：也许7年都不够，多少时间都不够，我还是要知道这个投资者到底是怎么做投资的。这段对话蕴含了一个深刻的投资道理：赚钱的原因比赚钱更重要。

一个聪明的投资者也许会因为运气不好，连续数年无法取得优秀的业绩，而一个莽撞的投资者也许会因为运气爆棚而赚得盆满钵满。还记得2015年上半年那个流行的段子吗？“一些人一直在说风险，另一些人一直在买入。前一种人越说声音越小，后一种人钱越赚越多。”结果，转眼之间，风云变幻，人物皆非。

记得很久以前，市场上流行过一种基金叫“市场中性基金”，基本逻辑是选择优秀的股票，然后用当时市场上唯一的股指期货———沪深300股指期货对冲掉市场风险。问题是，由于小公司股票涨幅远超大盘，结果不少此类基金的收益并非来自股票的长期基本面更优秀，而主要来自小公司股票相对沪深300指数的短期超额收益———这种超额收益并非由基本面驱动（即小公司股票盈利能力更强），而是由估值波动导致（即小公司股票的估值变化更大）。结果，在后来的小公司股票熊市中，这些基金有不少无法兑现自己的诺言，而之前优秀的“无风险收益”也难以维系了。

过去十几年中在内地最赚钱的投资者是谁？毫无疑问，是买房子的，尤其是上杠杆买房子的投资者。但是，用杠杆买房子的投资者一定是最厉害的吗？为什么全球最伟大的投资者中，没有几个是依靠买房子的呢？买房投资者的业绩到底是来自于他们超人的理解能力，还是无与伦比的运气？

在每年的A股市场，我们常常看到有几只顺应了当年市场风格的基金表现抢眼，也有几只基金做得特别差。但是，前者真的是水平最高的吗？后者又一定是水平最差的吗？难道运气在短短几百个交易日里不是更重要的因素吗？那么，基金到底应该如何考核业绩呢？海外一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家成功基金公司的做法值得我们参考。这家公司每年年底要开一个月的闭门会议，由最资深的合伙人评定每一笔交易是否得当，从而给每个基金经理打分。至于当年的投资业绩，听说并不在这家公司的考虑范围之内。

南怀瑾先生曾指出，并不是所有成功的企业家都有成功的基因，许多只是运气好而已。纵观历史，沧海横流，人物随波起伏，我们又怎么能说其中每个人的成功、失败都是他们能力和实力的必然结果呢？而如果要增加成功的概率，我们又怎么能依靠虚无缥缈的运气呢？

历史上的管鲍之交为人称道，而管仲曾这样描述鲍叔牙对自己的认识：我多拿钱时他不嫌我贪，干错事时不认为我笨，被国君赶走时不觉得我弱，打仗逃跑时不以为我胆小，他都知道那时我有特殊的原因。生我者父母，知我者鲍叔牙。鲍叔牙的行为就是典型的看重过程、不看重结果的分析方法。不过，我们还可以想得更深一层。

从哲学的层面来说，运气到底是什么？难道它一定不是能力的一部分吗？对于这个复杂的问题，逻辑似乎无法将其解释清楚。那么，请允许我以王安石的《浪淘沙令》结束本篇文字，来阐述这两者之间的奇妙关系吧：伊吕两衰翁，历遍穷通，一为钓叟一耕佣。若使当时身不遇，老了英雄。汤武偶相逢，风虎云龙，兴王只在笑谈中。直至如今千载后，谁与争功？

运气在投资中并没有什么用

在2015年的资本市场大幅震荡中，我听见太多人说到运气这个词。有的得意万分：“哎呀这次我运气真好，大跌前全部清仓。”有的则默默不语，一问，回答多半是“运气实在太差了，如果某某时候卖掉／某某时候买入，就好了”。

实际上，理性的职业投资者多半认为，在长期投资中，运气其实没有什么用处。为什么这么说呢？对于那些在一生中只出现几次的事件，比如出生以后获得怎样的户口，高考时是否发挥正常，运气确实有其作用。但是，投资并不是一件在一生中只发生几次的事情。让我们举个例子：对于一般的工薪阶层来说，每个月都有工资收入。如果一生工作40年，那么最少就有480次买入的投资决策需要做。假设每个投资决策都对应一笔卖出，而每次的投资周期长达5年（这已经比一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的持有周期要长得多），那么这480次投资决策就会演化成480 × 2 × 8＝7 680次投资决策，而这还没有包括其他各种收入、退休以后的投资决定等等。如此说来，对于一个标准的投资者来说，一生中做出上万次投资决定并不为过。那么，对于一件一生中需要做一万次的事情，怎么可能靠运气呢？难道一只两万元买入的股票，在一个礼拜以后因为踩中重组股而赚了50% ，真的那么重要吗？难道更重要的事情不应该是努力学习、思考商业社会的规律，从而提高这一万次决定的获胜概率吗？

如果不信，我们可以去问问在2015年夏天的大调整中，及时清仓的、运气特别好的那些投资者，他们有多少筹码是在2014年上证综指2000点左右，看到市场低廉的估值、健康的基本面而买入的？对于频繁交易的投资者来说，这几乎是一件不可能的事情。而那些依赖估值和基本面进行投资的人，在这轮巨大的震荡中，即使完全没有做出对涨跌的猜测，所亏损的资本也应当极其有限。众所周知，在2015年的市场大幅调整以后，低估值、基本面健康的企业，其股票价格波动并不大。

不过，说运气在长期投资中并没有什么用处，其实并不是一个严谨的说法。正确的说法应该是“运气在长期投资中并没有什么好的作用（除非你能意识到这一点）”。因为，与大众的认知恰恰相反，运气，尤其是好运气，在长期投资中反而往往起到坏的作用（除非你能意识到这一点）。

宋代大儒王安石曾经写过一篇文章《伤仲永》，说的是一个叫方仲永的神童，天资聪慧，诗文惊世，人们因此多愿意与他家交往。方仲永的父亲因此放松了对儿子的教育，十多年以后，当王安石再见到这个孩子的时候，已经“泯然众人矣”。对于投资者来说，好运气的作用和方仲永的天资聪慧是一样的效果。如果善加利用，当然可以为虎添翼。但是，大部分运气极佳的投资者往往沾沾自喜、不思进取，不再多花精力去研究如何增加长期投资的回报率。问题是，好的运气不会陪伴人一生，因此在运气消失之时，这些沾沾自喜的投资者就需要承受运气差和投资知识储备不充分的双重打击。反之，那些运气不好，或者运气好但是能够意识到运气只是餐后甜点的投资者，恭喜！如果我们在别人自得于运气的顺利时，能埋头研究商业、金融、社会的运行轨迹，那么，虽然我们不一定能够得到运气的眷顾，但是更大的概率在重复上万次以后，必然会给我们带来丰厚的投资回报，尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对每个投资者来说，这笔丰厚的投资回报会因为运气的不同有一些小小的差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 市场的混乱与机会：世界上最美好的资本市场是怎样的？

《汉书·李广传》载，李广屡立军功，汉文帝因而叹曰："惜广不逢时，令当高祖世，万户侯岂足道哉！"就是说，可惜李广生在太平之世，若是生在楚汉争霸的风云岁月里，封个万户侯又算什么呢！

今天的投资者，在面对市场的纷纷纭纭时，常常抱怨市场不够成熟、不够稳定。殊不知，这才是世界上最好的资本市场。在那些真正成熟、稳定、波澜不惊的市场里，我们又能从哪里找到好的投资机会呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上最美好的资本市场是怎样的？

世界上最美好的资本市场是怎样的？是非常不成熟的市场吗？显然不是，这些市场中完全没有规则可言，市场赖以生存的基石，如稳健的货币，不会朝令夕改的外汇政策，乃至市场的存废，都并不完善。在这样的市场里，投资者很难赚取有保障的收益。那么，是成熟市场吗？也不是。虽然成熟市场可以保证投资者获得稳健的收益，但是，这样的市场波动太少，给投资者低买的机会不多，高卖的机会自然也不多。

世界上最美好的资本市场，是半成熟状态的资本市场，正所谓：酒饮微醺，花看半开。这样的资本市场，既拥有比较稳健的基础制度，如市场维系机制、货币机制、法律机制等，又缺少足够成熟的投资者。因此，有经验的价值投资者，在其中可以找到无数低买高卖的机会。幸运的是，当前的国内资本市场，就是这样一个半成熟状态的市场。因此，我们也就看到在过去十多年的机构投资者发展历程中，最优秀的投资者的长期CAGR可以达到35%以上，高于美国等市场中投资翘楚所能达到的水平。

举个例子就可以看出在中国市场机会有多么明显。有经验的投资者会记得，在上一次H股指数估值大幅低于A股指数的2001年前后，当时的H股指数PB仅为0．8倍左右，而同期A股上证综指的PB为3～4倍。在当时卖出A股买入H股的投资者，在之后几年的时间里，取得了高达数倍的超额回报。所以，当前中国的资本市场，从房地产到股票，从股票到债券，从A行业的股票到B行业的股票，甚至从金融资产到房地产等，常常给投资者提供了大量低买高卖的机会。

无论中国经济走向何方，这些机会都会增加投资者获得长期超额回报的机会。而这种机会，纵观全球成熟市场，是极为罕见的。尽管半成熟的资本市场给投资者提供了许多低买高卖的机会，但是，这样的资本市场中也会充斥各种似是而非、由果推因的投资理念，让未经仔细思考、交易频繁的投资者亏损累累。这种在半成熟市场中充斥的混乱理论体系，加上伴生的资本价格高波动性，导致许多投资者不喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢这样躁动的环境。但是，有经验的价值投资者一定会清楚地认识到，这种半成熟状态的市场才是世界上最好的资本市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有市场真正成熟

最近几年，内地资本市场的发展高歌猛进，股指期货、融资融券的发展速度超过了投资者的想象。从市场构成来看，内地资本市场开始向成熟市场靠拢了。问题是，成熟市场一定“成熟”吗？固然，成熟市场在许多方面比内地这样的新兴资本市场要成熟，比如规则更加健全，信息披露更加完善，对违规交易的打击更加有效，等等。但是，成熟市场也存在其不理性的一面。其中有些与其更多的投资手段有关，有些则来自资本市场根深蒂固的投资哲学漏洞。

如果说成熟市场的资本市场就是经济的完全反映，我们就应该看到当经济没有出现太大变化的时候，资产的价格保持非常稳定的状态，直到经济出现变化的时候才开始调整。而在“市场反映经济”的理论下，这种调整必然又是一步到位的，之后再次回归平静。但是，很显然，这种“市场反映经济”的理论听起来有道理，事实却是残酷的：成熟市场也存在太多的波动，完全无法为基本面所解释。

在维基百科上有一个词条叫“闪崩” （Flash Crash），指的是在2010年5月6日美国市场出现的闪电式崩盘。当天在道琼斯指数已经较开盘下跌300余点的时候，市场突然在5分钟之内暴跌600多点（大约5% ）。之后市场回过神来，600多点的跌幅在之后的20分钟之内被悉数收复。以至于一个下跌开始前出门吃了个汉堡包的投资经理，在回到办公室以后，还以为什么都没有发生过：因为市场的点位还是一样！看看这个例子，难道有任何基本面的因素可以解释“成熟市场”的这次闪崩吗？

乔治·索罗斯曾经描述过为什么在实际中，我们看到的价格一定是沿着某种趋势行进，而不是如“市场反映经济”理论所应该推导出的沿着“平静—快速改变以反映经济—平静”的轨迹运动。

由于人类看待事物的主观思维并不是一开始就确定的，而是需要不断寻求外部肯定和确认的，这样在某种外部因素导致市场开始朝着某一个方向运动的时候，投资者会发现价格也朝着这个方向运动，这种与最初运动同向的价格的运动，不会独立于投资者的判断之外，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会影响投资者对最初运动方向的信心，从而使得投资者更深入地加入这个价格运动的方向。价格的运动与投资者的判断互相加强，形成了一种完美的自我反馈与自我增强。由于这种反馈与增强的形成需要渐进的过程，因而我们就会观察到价格的运动是沿着某个趋势渐进完成的，而不是跳跃式完成的。从这个意义上来说，由于这种渐进过程的存在， “均衡”的市场状态其实根本就不可能存在。新兴市场如此，成熟市场也如此。唯一的区别在于，成熟市场的投资者在相对的层面上更加理性一些，因此其较少受反馈和增强效应的影响，但这不表明他们不受影响。

另一方面，更多的衍生品导致成熟市场更容易受到非理念层面的影响，这种影响更容易导致它们的下跌速度远高于没有这些衍生品的新兴市场。衍生品在大多数时候为投资者提供了更高的杠杆，如股指期货、融资融券皆有此功效。而由于人类社会资本累积和通胀远多于资本消耗和通缩，因此那些不进行套利的投资者，更多会选择正向而不是反向增加他们的投资杠杆。这种正向的杠杆在上涨的时候并没有太多的问题，加杠杆赚了钱的投资者没有必要清仓，没有加杠杆也没有赚钱的投资者也可以选择等待。但是在市场开始下跌的时候问题就出现了。没有加杠杆的投资者当然可以继续等，但加了杠杆的投资者，他们的损失会超过市场，而由于损失超过市场，他们的杠杆会越来越大。他们会进入一个可怕的、非心理层面的、实际的恶性循环。无奈之下，他们只能选择实际化他们的亏损——即使他们并不想卖出这种资产。当一大群投资者这样做的时候，你就会看到市场断崖式的下跌。事实上，这种断崖式的下跌在成熟市场出现的频率高于新兴市场，而在内地市场的股指期货和融资融券开始普及以后，这种下跌出现的概率似乎也增加了。

自我增强、正向反馈与衍生品带来的更大的波动性，主导了成熟市场大量的波动，而简单的从众心理主导了新兴市场更多的波动。因此，在一个市场从新兴走向成熟的时候，我们很难看到波动率大幅下降，但是波动背后的原因则在悄悄改变。简单的从众心理其实就是一种初级版本的自我增强与正向反馈，它们之间并没有本质上的区别，而如之前所说的，这种区别主要是程度上的。

不要指望你能看到主流的市场观点用这两种因素去进行分析，因为主流的市场观点更喜欢把同时出现的两个因素牵强地连接在一起，而不论它们之间到底有什么关系。所以，你仍然会看到“欧债危机加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧导致黄金上涨”这样的分析观点充斥市场，当然有时候也会看到“欧债危机加剧导致美元上涨，黄金价格因此下跌”这样的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“理性人”根本不理性

熟知经济学理论的人都知道，有一个重要的假设叫“理性人”，即一个人是完全理性的，所有的选择和行动，都是理性地朝着对自己最为有利的方向去的。可惜，这种人根本不存在，而且即使是和这种“理性人”近似的“准理性人”，都少之又少。

以股票市场为例，大家都知道全球股票做得最好的那一个，也就是美国的老先生沃伦·巴菲特，毕生倡导价值投资，可是有多少人愿意追随他的脚步呢？宁可少赚钱甚至赔钱，也不愿意尝试世界第一介绍的方法，这样的行为能算得上是理性吗？

熟悉资本市场的人都知道，资本市场存在无数的漏洞、扭曲、悲观、狂热等等。在这些现象的作用下，我们在2007年看到了48元的中石油A股，在2015年看到了39元的中国中车A股，也在2002年看到了极度低估的H股，在2011年看到了跌得只剩2／3净值价格的分级基金A端，等等。

如果大家都是理性人的话，这些现象又怎么会出现呢？我们又怎么能解释在2016年新股政策改革以后，虽然新股申购成为一项几乎无本万利的买卖，仍然有大约2／3、多达2 000万的投资者不行使自己的权利呢？我们又怎么能解释过去10多年A股和H股之间忽上忽下的价差呢？

一个投资者努力去思考一家公司10年以后是否仍然会是好公司，这似乎还比较理性（姑且不论他的思考是否正确），但是这市场里又有多少更加在乎一家公司下星期表现的人呢？而如果10个市场参与者中有9个更加追逐下个星期的股价表现，从而导致这家公司的股价大幅偏离内在价值，那么剩下的唯一一个思考者，还真的需要考虑未来10年的情况吗？以极高的价格卖出，或者以极低的价格买入，以期在更短的时间内获利，难道不是更理性的选择吗？可是之前的理性，现在又在哪里呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和“理性人”对应的，是“成熟市场”这个概念。也就是说，这样的市场非常成熟，价格大多符合资产对应的内在价值。可惜，既然理性人几乎不存在，成熟市场也就几乎不存在。

自然，对于刚步入市场经济20多年的内地人来说，海外市场貌似十分成熟，法律法规完善，投资人理性且睿智。记得笔者就曾经被香港入境处的携带酒精规定的详细程度所震撼：“个人不得携带在1个大气压、20摄氏度下、体积超过1升的酒精。”但是，在国际一流的投资者眼中，全球资本市场仍然是一个漏洞百出的系统。2008年的金融危机、之后的欧债危机、2016年的英镑大跌等等，无不让乔治·索罗斯等有经验的投资者赚得盆满钵满。

这些投资大师为什么能抓住这些对我们来说十分遥远的机会？因为他们看到了“成熟市场”的不成熟，看到了“理性投资人”的不理性。而熟读中国和世界历史的人，也会发现人类的历史完全不是由理性组成，而是充满了偏执、误解、冲动、无知、狂妄、懦弱等。

当秦始皇死后，遗诏交到李斯手中时，赵高劝李斯矫诏，杀扶苏立胡亥，其中最打动李斯的一句话就是：“二十余年，未尝见秦免罢丞相功臣有封及二世者也，卒皆以诛亡。”（《史记·李斯列传》）秦朝历史上的功臣，如商鞅、白起，没有一个有好下场。李斯听了这段话，终于下了扶持一个听命于自己的秦王的决心。但是，李斯是理性的吗？当然不是，否则他在数年之后就不会有“欲牵黄犬出东门而不可得”的千古名叹。赵高是理性的吗？当然也不是，李斯死后不久他就被秦王子婴斩杀，夷三族。那么设计了大秦帝国制度的历代秦王是理性的吗？更不是，项羽入关，“屠咸阳，杀秦降王子婴，烧秦宫室，火三月不灭”（《史记·项羽本纪》）。

所以，孔子在《论语》中感慨，“浸润之谮，肤受之愬，不行焉，可谓明也已矣……可谓远也已”。不被周围环境、时间、人物影响，准确坚定地做出判断，能做到这样近似理性的行为，连孔子都不禁赞叹。那么，真正的“理性人”，我们在生活中、在市场里，又能遇到几个呢？“理性人”的存在少之又少，“非理性”才是资本市场乃至人类社会的常态。我们需要牢记这一点，时时刻刻努力寻找资本市场的漏洞和错误，在有极大把握时果断出击，就能取得长期高额的投资回报。绝不应把一切看到的现象，都归结为理所当然的“理性行为”，从而为自己的懒惰寻找一个堂而皇之的借口，最终在碌碌无为的投资回报里攒眉浩叹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从秦相李斯的奏章说开去

在中华书局出版的《群书治要》“史记·本纪”章中，从秦二世胡亥即位，历经陈胜起义、天下大乱，以至赵高作乱、二世自杀、子婴立为秦王，终结于刘邦入咸阳、秦朝灭亡，一共用了三十五行文言文。历史的沧桑，人世的浮沉，用精辟之至的文言文表达出来，竟是这样的简略。三十五行字里，生灵涂炭、改朝换代。

但是，在之后的列传章中，却有一篇奏章，占了整整二十五页的篇幅。是怎样的文章，能够与这天地之间巨大的动荡相提并论？这篇奏章，是秦相李斯写给秦二世胡亥的。可以说，这篇奏章的执行，直接灭亡了横扫六国、一统天下的秦王朝。整篇奏章大概的意思，是劝秦二世胡亥端出皇帝的威严，纵情享乐，对国家则以严刑峻法强加统治，以压服人心，保证秦王朝的万世昌盛。从后世看来，这篇奏章提出的观点几乎一无是处：皇帝过于威严则百官不敢进谏，奢靡放纵消耗了秦国的财力，而严刑峻法则直接导致了六国的复起和天下此起彼伏的起义。但是，为什么惜字如金、只用了三十五行字描述秦王朝灭亡的魏征，要把这篇奏章全文放在《群书治要》里，交给唐太宗李世民借鉴呢？

如果我们通读全文，会对这个问题恍然大悟：因为这篇文章文采出众，逻辑缜密，引经据典，让人不得不信服其得出的三个歪理。而在其缜密逻辑之外所缺少的，则是一个大局观：百姓已经因为战国时代几百年的战火而疲惫不堪，休养生息，而不是严密管制，才是当时秦朝的天下所最需要的。

一叶障目，不见泰山。可惜的是，人们从历史中能学到的唯一教训，就是人们从来不从历史中学到教训。在今天投资的世界里，我们也可以看到很多研究观点，其数据之翔实、辞藻之华丽、逻辑之缜密，无不让人叹为观止。但是，它们却常常没有看到最重要的东西，恰如李斯的奏章一样。

举例来说，有逻辑认为中国经济会崩盘，论据主要有房地产市场泡沫太大、投资驱动型经济不可维持、金融体系不健全等等。但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种观点忽略了一些更宏观、更重要的因素，如中国经济发展水平仍然很低导致潜力巨大，华人社会天生具有发展市场经济的潜质，中国政府的宏观调控能力极强，等等。而看多房地产价格的理论，则利用城市化进程加速，居民生活水平上升导致住房需求增加，学区划分导致学区房需求巨大等因素作为佐证。但是，这种理论却忽略了一个更加重要的因素，即中国的房地产出租回报率现在大多只有2%（2015年）甚至更低。回到本世纪初，也就是房地产大牛市起步的时候，这个数字是8%乃至更高。

再者，在2011年开始的持续数年之久的小公司泡沫中， A股市场中看空蓝筹股、看多小公司的理论，也为自己找到了很多论据，包括经济转型导致传统经济减速、互联网时代创新能力加强、小公司市值更小容易炒作等等，却忽略了当前蓝筹股指数相对小公司指数低得多的估值，以及保持了多年的更高的净资产回报率等对长期投资来说更重要的因素。

“前事不忘，后事之师”，逻辑的堆砌是一方面，但是力量的强弱对比、逻辑的重要与否，在进行决策的时候往往更加关键。一个重要的逻辑，往往可以抵消十个甚至二十个细枝末节的逻辑所能带来的影响。在资本大海中的投资者，又怎么可以徒逞口舌思辨之快，对力量的强弱与否、逻辑的轻重对比，不慎重揣摩呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人太少的地方轻易不要去?

经常出差的人，如果仔细观察机场的值机柜台，偶尔会发现一种现象，即大众选择性忽视某一个值机柜台。举例来说，某个航空公司有10个柜台，可能在9个柜台前面都有二三十人排队，但是剩下的第10个柜台前面却只有一两个人。如果这剩下的第10个柜台前面有十多个人，也就是其他柜台的半数的人在排队，那么其他队伍的人会很快转到这一队来：“那队人少，我们赶快去！ ”

但是，如果这最后的第10个柜台前面只有一两个人，甚至没有人在排队，也就是说排队的人数远少于其他队列的时候，其他队列的人多半会产生“这个柜台到底是不是用来值机的啊？ ”“我要是去排了，结果不是值机的，那么回来我又要从头排起，还是不要尝试了！ ”这样的念头，对那个柜台上写得清清楚楚的航空公司的名字，却常常视而不见。而那个值机柜台的工作人员一般也就乐得清闲，反正也不是我不给你们办手续，是你们自己不来排的。结果，最后的这个柜台前面会有一小段时间没有人排队，直到有人勇敢尝试，并且成功提交了行李以后，大家才会恍然大悟： “原来那个也是可以值机的！ ”然后蜂拥而上。

这种“太少人去的地方恐怕有问题，管它到底好不好，我们还是不要去比较好”的心态，其实不光发生在机场的值机柜台。在冷门的旅游景点、小众的书籍上，我们也会观察到这一现象。在这种情况下人们会想， “那个地方去的人好少啊，应该不是太好玩”， “那本书躲在书店的角落，而且只有一本，应该不好看”，等等。

当然，发生这种现象的最有代表性的地方，还要数金融市场。一只股票如果基本没有人交易，完全没有研究报告推荐，股价也没怎么涨，那么不管它基本面究竟如何，一般不会被人们认为是好股票。一个市场如果交投很冷清、价格低迷、媒体报道负面，那么不管它基本面怎么样，一般也不会被认为是好的市场，正如2000年前后的内地房地产市场、2005年的A股市场那样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们深究这种“人太少的地方轻易不要去”的心理，就会发现它其实和资产的价值并没有什么关系。采取这种心理行动的人只是在自己研究和思考不充分的情况下，为了保护自己的安全，把行动的方向盘交给了大众。很显然，这是古老的、非捕食性动物群居属性的基因残骸在起作用。由于在生物学中，这种基因属性往往体现在非捕食性动物身上，所以我们也就常常称之为羊群效应、旅鼠效应等，而非狼群效应、狮群效应。

在大众的群体性心理引发了这种效应的时候，往往会给长期价值投资者带来一个绝好的买入机会。有经验的价值投资者，在发现了一个大众抛弃的机会时，第一反应往往不是警惕，而是兴奋。当然，兴奋之后必须对资产的历史沿革、当前质量、政策环境等因素做细致入微的考察，才能决定是否买入。但是，大众的忽略往往意味着寻找到高价值、低估值资产的可能。所以，被大众所忽略的事物，往往能给我们带来意想不到的机会：无论是快一点完成值机、找到一个更有意思的景点、看一本更好看的书，还是取得更高的投资回报。那么，下次再看到这样的情况时，你是会警惕还是兴奋呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不一样的恐慌：无声的恐慌与喧嚣的恐慌

投资行业有一句大家经常说的话，“在别人恐慌的时候贪婪，在别人贪婪的时候恐慌”。这句话听起来很有道理，但在实际应用中却没那么容易，市场似乎经常恐慌，又经常贪婪。

举例来说，2016年5月，债券市场似乎非常恐慌，但这时就应该贪婪吗？不错，债券市场的收益率确实出现了快速上涨，可是从绝对数来说，中债A A企业债到期收益率只从前期最低点的4．18%上涨到了4．68% ，涨幅只有50个基点。而在2013年的债券大熊市底部，这个数字曾经高达7．63% 。但是为什么在2016 年5月，我们看到债券市场如此恐慌，一些分析文章也开始让投资者开始寻找下跌带来的机会？从巴菲特著名的“1英尺与7英尺栏杆”来看，当时的债券市场明显不是一个“1英尺高的栏杆”。但市场却无比恐慌，这主要是因为之前债券市场持续走牛了两年半。在这两年半里，无数的投资者开始进入这个市场，甚至应用巨大的杠杆以博取收益。也就是说，市场的热点在债券上。而在这样一个万众瞩目的明星市场突然开始下跌以后，投资者惊恐地发现自己无比关注的一个市场，竟然突然开始以很快的速度赔钱，自然就变得十分恐慌。但是，这种恐慌却不意味着巨大的机会，而仅仅是由于市场明星的短暂陨落造成的。

反过来，在2016年年初，恒生国企指数暴跌到7 500点、市净率只剩0．7倍的时候，我们却很少在市场上听到恐慌的声音，许多理论还认为“香港市场已经在衰落，就应该下跌”。明明是一个价格非常惨烈的市场，却听不到太多恐慌的声音，这又是为什么呢？这是因为，香港市场并不是一个明星市场，甚至从2011年开始直到2016年，其估值就在不断下跌。尽管在2015年上半年有过一次大幅上涨，但是这波短暂的上涨很快就结束，并且再次下挫。也就是说，在恒生国企指数的案子里，我们看到的并不是一个突然终结的大牛市，因下跌而引起众多关注者的恐慌，而是一个已经被投资者抛弃的市场再次展开非理性下跌，但是因为关注这个市场的人实在太少了，我们几乎听不到什么声音。这种“无声的恐慌”，往往相较之前例子中债券市场的“喧嚣的恐慌”，意味着更大的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，“在别人恐慌的时候贪婪，在别人贪婪的时候恐慌”这句话的表述，并不完全准确。笔者以为，更准确的描述应该是“在别人绝望时贪婪，在别人癫狂时恐慌。而在别人恐慌和贪婪时，只要价格还不是那么离谱，就不要轻易做出判断”。也就是说，当我们在市场上听到恐慌抑或贪婪的声音时，我们必须仔细判断，这种声音究竟是如何发出的呢？恐慌声音的发出，是因为这种资产真的已经跌到极为低廉的估值了，还是因为投资者太关注这个市场，同时预期太高，所以才会因为一点点不满意就感到恐慌的呢？贪婪情绪的产生，是因为这个市场真的已经太贵了，还是因为价格从非常低廉的底部开始反弹，短期反弹空间太大，从而引发投资者对短期过快涨幅而不是真正高估值的“贪婪”情绪呢？（在2006年上证综指1 500点、2014年同一个指数快速突破2 500点的时候，我们都曾听到这种声音。）

只有在仔细分析了以上情况以后，投资者才能考虑运用那句投资金句，“在别人恐慌的时候贪婪，在别人贪婪的时候恐慌”。否则，盲目地听从市场恐慌与贪婪的言论，无疑会被每天都产生的这些情绪带入无尽的混乱之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集体性的逆向思维：当所有人都发现市场错误的时候

逆向思维是投资中的法宝之一，而逆向投资也在被誉为逆向投资大师的约翰·邓普顿爵士的带领下有了不少追随者。一直以来，逆向思维的核心思想之一是“市场的方向、估值、喜好等等不一定是正确的”。但是，如果绝大多数的投资者都“意识到”市场出现问题了呢？是所有的投资者都正确使用了逆向思维吗？

霍华德·马克斯在《投资最重要的事》一书的“逆向思维”章节里写道：“关于逆向思维，有一种情况比较难以分辨，即有时候‘所有人’都会做出‘现在市场错了，我们应该逆市场而动’的结论。我指的是，逆向思维本身可能会表现得如此流行，以至于这种‘集体性的逆向思维’本身就是错误的。”霍华德·马克斯是美国橡树资本的董事长及联合创始人，该公司目前管理的资产达到约800亿美元[1]。

在实际中，这种“集体性的逆向思维”在两种时间点上尤其容易出现，其一是资产的价格和估值经历了长期下跌，最近开始反弹的时候；其二则是前者的反面，即资产的价格和估值经历了长期上涨，最近开始下跌的时候。其实，在这两种时间点上特别容易出现“集体性的逆向思维”的原因并不复杂，这来自于霍华德·马克斯在书中指出的大众在进行投资分析时经常使用的一种思维方式：外推法（extrapolation），即认为未来的市场会是过去市场的简单重复。因此，在市场表现得与过去长期的市场表现有所不同的时候，集体性的思维会认为过去的市场行情仍会重现，而当前的走势则是错误的。这样，“集体性的逆向思维”就产生了。

那么事实如何呢？市场永远不会简单地重复过去的走势，它会由于不同的估值、增长速度、回报率、心理因素、集体的偏见（以及新的偏见）、资金博弈等等而产生不同的行情。而在长期，价格向价值回归的概率远高于其继续单向运动并持续扭曲估值的概率。所以，“集体性的逆向思维”往往会被证明是错误的。而在发生“集体性逆向思维”的时候，在这种逆向之上再加一层逆向，看到这种逆向的错误性，才是真正正确的逆向思维。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石化双雄现象的逻辑和一张钞票在铁岭的故事

在2010年底的时候，市场上出现一个“石化双雄（熊）”的说法，说中石油和中石化的股票只要一涨，大盘准跌。晚上看电视，市场对这个现象也是众说纷纭，讨论不休。对于神秘现象，大家自然都是饶有兴趣的。因此大家对这个石化双雄的讨论之热烈程度，自然也不下于UFO了。那么，到底为什么石油石化涨了，市场就会跌呢？先不说那么多的猜想、假设、分析，免得看了犯困。就说说我从前碰到的另一个神秘现象吧，和这个还真有点关系。

有一年夏天，我在辽宁铁岭出差，在当地待了一个月有余，结果发现一件很有意思的事情。我去的时候，钱包里有一张五角钱的纸币，结果在当地怎么都用不掉：大家都不肯收。要么让你换五张一角的，要么说你给五角的硬币也行。不但小贩不肯收，当地最大的超市也不肯收（银行除外，但那是事关国家制度，和当地风俗无关了）。反正就是一句话，五角钱纸币，我们这疙瘩的人，是绝对不要的！

这事儿奇怪了！关于货币的不能流通，我想走的地方多些的人有时候是会遇到的。比较常见的就是，对于一元钱和更小面值的货币，南方城市一般多喜欢用硬币，北方城市则比较喜欢用纸币。在一些小城市，如果逆当地风俗而动，有时候小贩不肯收。另外一种情况则是在一些小地方，比如云贵的县城，因为经济不发达，货币流通量小，当地人有时候不太肯收大面值的，怕收假币嘛。但是在铁岭，一则无关纸币硬币，我试了，一角、一元的纸币硬币大家都肯用；二则无关五角钱这个价格，我给卖东西的五角钱硬币，人家照收不误，一百元纸币也少被拒绝。而且，不光小贩，乃至正规商店，都不肯收。这满城的人，似乎生生地就是和这五角钱的纸币较上劲了！

研究员当久了，对问题越是想不明白，就越是爱琢磨，这到底怎么了？带着这种好奇心，我（挺无聊的）在买东西的时候，能用这张五角钱，就试着用。人家拒绝，我就一定问一下为什么不要。如此试行半月有余，采访贩夫走卒二十余人（结果还是没用掉），总结下来，大概是这么个结果：大概四成的人说，不知道，我们这儿就是不收这个；另外六成说，我收了人家不肯要啊，收了没用。但是，到底为什么这钱不能用，没一个人说得清楚。总而言之，大家都这么办，这事儿就这样了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

故事说到这儿，结束了。结束了？是的，结束啦，到最后离开，我也没弄明白这钱有什么毛病，搞得不能用。要说弄明白了，也就是这么一个结论：大家都不用，也就不用了。

故事说完了，回到石化双雄上吧。市场上对这个现象有诸多猜测，但是其中逻辑仔细推敲来，总是有不少靠不住的地方———逻辑一定要仔细推敲，否则害人呢。

要说石油双雄现象是因为庄家（如果真存在的话）卖了小盘股拉升蓝筹股，那为什么不是小盘股先跌，石油石化再涨？如果说是为了操纵股指期货（如果真的这么容易操纵的话），那为什么不是先砸石油石化再做空市场，而是先拉升？这方向不是搞反了吗？如果说是庄家互相之间发的一个信号，拜托，都21世纪了，谁没个手机网络呀，犯得着发这么明显的信号？所以，对石化双雄现象，我想这背后的逻辑，恐怕和那张钞票的故事揭示的道理差不多。

设想一下，在一开始的时候，在一种风格切换的正常反应下（这种风格差异在2009年下半年和2010年全年频繁地呈现），石油石化的上涨，或者至少是横盘和小盘股的下跌巧合地出现了。但是，对风格估值差异没有清晰认识的一些投资者，没有意识到这种对应的正常性，而将其理解成石油石化和市场（其中80%以上是小盘股）对着干。一传十、十传百，大家开始相信石油石化的上涨和市场的下跌可能真的有关系（虽然这种逻辑仔细想来其实很不靠谱，就像五角钱纸币不是钱一样），于是都开始在发现石油石化上涨的第一时间抛售自己的股票。于是乎，当这种群体行为越来越强的时候，我们就看到了石化双雄现象。

您看，石油石化终归也还是普通的蓝筹股，不普通的，恐怕是这特定的日子里投资者们的心态吧。[2]就像五角钱终归还是普通的五角钱，不普通的，其实是那个城市里大家的习惯。

注释

[1]2013年数据。

[2]本节成文于2010年底。数年之后的2016年底，我再次修改文稿，发现石化双雄（熊）的魔咒已经消失无踪，甚至有时候它们还作为市场的领涨股票乃至护盘股票出现。不过，谁知道“护盘神股”的印象，是不是另一个版本的“石化双雄”呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信市场的无序与非理性

尽管市场的有序、理性是金融理论界和实际设计者们一直希望达到的目标，但是在商言商，对价值投资者来说，市场的无序和非理性，才是超额收益率的最佳来源之一。只有有了市场的无序，价值投资者才能以低价买、高价卖，才能获得远高于市场平均水平的回报率。但是，市场的无序会是永恒的吗？当A股市场逐渐平静下来，喧嚣的投资氛围似乎消散的时候，我们还能够期望市场会变得无序与非理性吗？答案是肯定的，不论我们讨论的无序是过度泡沫化的无序，还是过度衰退的非理性，我们都会在将来继续遇到。这种无序的永恒性，来自于投资者认知的缺陷。

一方面，信息在社会中的传播是非公平的，同时分析信息所需的学习和教育也是非公平的，这就导致投资者不论从得到信息的渠道，还是分析信息的能力，都存在不平等。举例来说，内地的个人投资者在资讯产品上来源匮乏，一般并不拥有机构投资者使用的万得终端、彭博终端等，这显然是一种不平等。再如，美国的精英学校一般从小学开始就开设投资课程，我国广州最近也开始在小学开设投资教育课，而大部分中国的城市目前仍没有对中小学生进行投资教育的计划，这就导致同一批学生分析投资信息的能力会存在差别。

另一方面，投资者认知的缺陷来自人类与生俱来的认知和行为缺陷，这种由短视、功利性、情绪化、主观偏差、自大、自我保护等各种心理因素构成的复杂缺陷，存在于人类行动的各个方面。当贪污的官员为了蝇头小利毁掉自己前途的时候，他们是非理性的。当行人为了省下几十秒钟而冒险闯红灯的时候，他们是非理性的。当家长为了响应应试教育而督促孩子们挑灯夜战，并不惜因此压缩运动时间的时候，他们是非理性的。当企业主为了谋取利润不惜污染环境时，他们也是非理性的。我们必须意识到，社会是同一批人组成的，当这些官员、行人、家长、企业主，以至千千万万各行各业的人们，在社会行为中表现出数不清的无序和非理性时，我们又怎么能够指望他们在做出自己投资决策的那一刻，突然能够变得理性呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“故善吾生者，乃所以善吾死也。”（《庄子·大宗师》）在从过去几百年中发展过来的、当前已经比较成熟的资本市场的历史中，我们常常会观察到这一点，即社会的成熟与进步，与投资市场的理性与有序是同步的。1960年代的香港社会秩序和今天判若云泥，而1960年代香港股票市场的投机氛围与今天的理性也相去甚远。所以，投资社会的理性与有序，一定是一个漫长的过程。

当我们看到社会教育完善、信息流畅，人们大都安居乐业、不蒙不骗的时候，我们就会发现，我们的投资市场，也会变得有序得多。在那时候，能够给价值投资者带来超额收益的市场机会，也就会少得多。不过，虽然社会的进步会消除价值投资者可以找到的超额收益机会，但这却是一件值得期待而非惧怕的事情。因为更成熟的社会在消除投资机会的同时，也会补偿给价值投资者更好的生活环境。毕竟，钱不是万能的，生活才是投资最终的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曾经有一个时代，因为金融市场极度稳定／不稳定……

在分形几何之父本华·曼德博所写的第一本关于分形几何在金融上的应用的书《市场的（错误）行为：风险、破产与收益的分形观点》中，对比了两张关于波动率的图：一张是对数状态下道琼斯指数的日变化，另一张是根据布朗运动模型做出的模拟价格图的、含有相同时间轴的波动率。在这两张图中可以清晰地看到，道琼斯指数超出两个标准差的波动分布远高于按布朗运动所做出的图。曼德博由此指出，道琼斯指数和我们传统意义上认知到的正态分布完全不同。但曼德博没有指出其中的一个关联：在这两张图上，1950—2000年之间的市场波动，除了1987年那次剧烈而短暂的股灾以外，远没有1950年以前和2000年以后的市场波动厉害。而我们知道，这一段时间也是基于统计学、高斯分布等一系列手段的现代金融学发展的最快阶段。

这难道是巧合吗？至少在某种程度上来说，不是。这一段时间市场的稳定影响了学者、投资者等一切关注市场的人的心理，而基于这几十年的数据（对于人的一生来说已经足够长了），他们足以推演出各种复杂的数学模型，然后在演算了基于过去30年数据的可能性以后，对自己的模型感到信心满满。问题是，他们没有意识到，几十年的数据仍然太短，而美国战后繁荣的周期又实在太长。于是，当2000年和2008年股灾爆发的时候，就只剩索罗斯等少数几个曾经经历过1950年以前的生活的人，或者对那些埋在厚厚的、古董般的历史书里的股灾故事理解深刻的人，还能全身而退。大部分投资者，就像卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫在《这次不一样？ 800年金融荒唐史》里写的那样，因为相信“这几十年不一样”，而付出了代价。

这种基于几年乃至十几年的生活经验，从而对某种资产价格的形成理论深信不疑的行为常常出现在我们身边。你能想象一群身在1985年的日本或者2010年的我国的房地产投资者会相信房价的上涨只是暂时的吗？你能想象一群身在1985年的我国台湾市场或者2007年A股市场的投资者会相信当地股市相对海外的高估值只是暂时的吗？活跃于1980年代美国期货市场的海龟交易者和他们的训练者们，有多少意识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到他们的模型在短短十年之后就会失效呢？[1]今天的A股投资者，又有多少人会再关注蓝筹股和小股票之间的估值差呢？[2]

当然，指出什么样的理解是偏颇的，比指出什么是真正的理解，要容易100倍。但发觉偏颇的理解永远是认知真理的第一步。也许，100年以后的人们在回顾金融史的时候会说：“曾经有一个时代，因为金融市场极度稳定，所以产生了大量基于正态分布等理想主义理论的模型……”而在从2000年以来的十多年中，我们看到金融市场动荡不堪。结果，今天的人们动辄谈论市场不稳定，纷纷化身宏观经济学、社会学、人口学大师，指出不稳定才是市场的主旋律。可是，我们会不会又错了呢？

注释

[1]海龟交易者是活跃在1980年代和更早时期的美国市场的一群以量化分析、技术分析为主要投资手段的投资者。在当时，他们的技术非常成功，但是在1980年代以后，随着市场迅速成熟、参与者迅速增加，这些投资者的技术手段不再如当初般奏效，他们也就不再活跃在市场上了。

[2]本节成文于2011年秋。从2010年开始到2016年我再次审阅这篇文稿期间，A股市场小公司的估值都远高于蓝筹股。但是，在国际市场来看，这并不是一种常态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你读懂文章背后的真相了吗？

在证券市场上，我们可以经常听到各种各样的理论，分析一种资产最近的价格波动到底为什么发生，诸如一线城市必涨的十个理由、中国股市就该低估的三个理由等等。这些理论看起来很有参考价值，论点论据也十分精辟和充分，似乎学会了它们，我们就能预测下一次波动。但是，如果我们仔细思考一下这些理论的有效性到底如何，就会发现，它们并没有看起来那么美好。

让我们假设有一个聪明的投资者（比如看起来很睿智的文章的作者），深刻理解了各种资产波动的秘诀，并且据此投资，那么他在21世纪以来的短短16年，最多可以赚多少钱呢？很显然，他会在2000年以4倍杠杆买入房地产，获得最少7倍的回报，然后在2005年卖掉房子，买入A股获利9倍，在2008年做空美股获利1倍，2009年做多A股的中小板再次获利2倍，其间做多比特币获利2倍，2013年做多创业板获利7倍，然后再在2015年做空A股获利1倍，最后在近期的一线城市地产上再次放杠杆获利1倍。以上这些事情看起来也并不是没有可能，对不对？似乎有些什么都懂的分析人士，似乎真的能抓住以上的这些大机会。以上的机会只包括了大类资产，还没有包括一些更小的机会，所以理论上有人还可能取得了更高的回报，对不对？

那么，如果有一位投资者真的做到了以上的每件事，他在过去16年中可以赚到多少倍的回报呢？答案是8 × 10 × 2 × 3 × 3 × 8 × 2 × 2倍，也就是46 080倍。这简直没有可能，是不是？所以，在阅读各种投资分析的时候，我们一定要仔细思考一个问题，这篇分析到底是阐述了这种资产运动的真理，还是只是因为这种资产最近波动剧烈、关注者众多，所以这篇文章应运而生，来满足我们的阅读欲呢？

公元前200年，刘邦率大军准备进攻匈奴，事前派使者前往侦察。10余个使者回来都报告说匈奴人马疲敝，可以攻击。唯有娄敬回报说："我虽然看到匈奴人马疲敝，但是现在两国相争，对待敌人的使者应当耀武扬威才是，我却只看到匈奴的老弱残兵，其中有诈，匈奴必不可击。"结果，刘邦没听，遂被40万匈奴精锐骑兵围于白登，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败而归。回国之后，刘邦杀了之前派去的10余个使者，重赏娄敬。娄敬看到了什么呢？他没有照读匈奴展现给他的“分析文章”，而是看到了“文章”背后的真相，看到了匈奴写这篇“文章”的动机。

2 000多年后的今天，当所有人都觉得股市有风险的时候，是股市真的有风险，还是因为大家手里全是现金，没有股票，因此极力看空自己没有的资产呢？当所有人都觉得股市肯定会涨的时候，是因为股市真有机会，还是因为大家买的股票太多，希望它涨，所以谈之则兴奋呢？

美国投资大师霍华德·马克斯在叙述他的投资理论时，非常强调的一点叫“第二层思维”，就是我们必须看到逻辑后面的动机、现象后面的本质。不仅对分析文章、市场情绪的动机如此，对于许多经济现象，我们也需要如此进行思考。举例来说，在2012年以后，所有投资者都知道中国金融业有坏账风险，但是他们真的考虑过中国金融业和政府有多少可以应对这些风险的措施了吗？对一些新兴产业，有时候参与者可以赚到百分之几百的利润，可是他们想过没有，如果其他人也参与进来，竞争加剧，产品还能卖出这样的价格吗？种种问题，都值得投资者仔细思考，而不是大而化之以偏概全。

所以，我们必须深入琢磨事物演化的每一种可能性，不被表象所迷惑，方能理解这个经济社会运行的真正内涵。正如孔子所说：“视其所以，观其所由，察其所安，人焉廋哉？”君不见，孔子说了三种看人的方法，却唯独没有“听其所说”。表象的东西，又怎么能作为思考的依据呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　价值投资的技巧：用长期持有的态度交易

奇正之道，攻守相间。有正无奇者过于迂腐，有奇无正者过于轻浮。投资之道，从来都不是一成不变，而是在合法的前提下，因敌转化，以利用客观形势、获取最大利益为唯一要务。

曾经有人问沃伦·巴菲特，如果你去中国投资，你的投资行为会发生改变吗？股神回答，我也许会交易得更多，因为那里的市场波动更大，机会也就更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个模型证明价值投资的威力

“价值投资真的有效吗？你看周围几个人靠价值投资赚钱了？ ”“沃伦·巴菲特那套听起来很好，但是不适合中国！ ” “中国市场有特殊国情，价值投资用处或许有一点，但是肯定赶不上其他交易策略。”这样的理论，我们在过去听到了多少？这些理论听起来好像有道理，毕竟中国是有国情的嘛，毕竟舶来品很多不适用嘛，毕竟我们的投资者很多时候是“很聪明”的，自己是能开发出比巴菲特老人家更好的策略的嘛。但是很不幸，持有以上观点的人，大部分其实并不理解真正的价值投资。不过，各种理论的思辨似乎已经做得足够多了，到底哪种理论好，价值投资到底有没有用，这里就让我们来看一个量化模型的演算结果。

这个模型的思路非常简单，在A股所有股票中，刨去净资产和净利润为负值的股票，然后计算每个股票在某个时点（T日）的PE和PB值，并分别给这两个估值一个排名。之后，把两个排名加在一起除以二，就得到这个股票的综合排名。之后，持有最便宜的X只股票一段时间到T＋N日，然后再重新按T＋N日进行排序，再持有最便宜的X只股票，如此往复。N和X可以等于任何数字，比如常用的N常数有1年、1个月等等，常用的X常数有30、40、50等等。如果我们以N＝1年、X＝35只股票进行测算，计算20年的周期（这里指从1996年1月1日到2016年5 月5日），会得到怎样的结果呢？利用Wind资讯提供的原始数据测算，在这段时间里，上证综合指数涨到原来的5．4倍，深圳成分指数变为原来的10．6倍，而这个模型得到的理论净值，是原来的70．7倍。在这总计21年中，模型对于两个指数平均值得到超额回报的有16年，占比76．2% ，而21年的超额回报的年平均值达到17．1% ，中值则达到8．7% 。结果令人叹为观止。而如果我们取N＝1个月，在2013年1月1日到2016年5月5日的模型回报率，则达到149% ，同期上证综合指数的回报是32% ，深圳成分指数的回报是15% 。在总计41个月中，取得当月超额回报的有29个月，占比70．7% ，月均超额回报率1．8% 。

当然，这个粗糙的模型有一些限制因素，具体包括：没有考虑交易手续费和交易点差；可能有一部分收益来自每个阶段把每个股票仓位调整到一致所带来的等权重策略回报；没有考虑比较基准指数不包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

含股息回报，而股票复权价格本身包含股息回报的差额；没有考虑停复牌问题可能带来的交易差距； Wind资讯提供的当时的净利润和净资产的数据可能有所偏差，比如年底的时点数可能在当时有一部分并未公布（比如前溯12个月净利润就有可能有1／4得靠主观推断）；等等。

但是，这个模型在以上的测算中，也没有包含一些在实际价值投资中可能可以利用的有利因素，具体包括：完全没有择时，即使在2007年大泡沫的顶点也没有；没有考虑在T日到T＋N日中可能出现的一些更有利的交易机会；没有加入有经验的企业分析者对不同企业长期发展能力和资产质量的主观判断因素；等等。

不管怎么样，这个模型在利用PE和PB两个因素叠加进行选股以后（实际上如果PE和PB都占优，这家企业的R O E也不会差到哪里去），取得了惊人的优异回报，也证明价值投资在A股是有效甚至是十分有效的。不过，话说回来，巴菲特的例子已经足够好了，这样一个模型，只不过在他老人家的证据上面再添加一点重量而已。退一步说，如果全球股神的话都不足以让人们信服价值投资的魅力，这样一个机械化的模型所取得的检测结果，又能有多少作用呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必修课1：价值与价格的关系

我曾经试图做一件比较适合在熊市做的事情：搞清楚股票价格与价值到底有没有关系、有怎样的关系。鉴于这个话题已经吵了几百年，我在研究的时候充分发挥了少辩论、多画图、多比较的作风。我提取了A股从1996年至2012年的每只股票每年的财务与价格数据，包括股价、复权总股本、总市值、总资产、净资产、营业收入、净利润、归属于母公司的股东权益与净利润等等，并编写了可以任意组合这些参数进行比较的程序，对数据进行分析。

为了对比方便，我也提取了美股的同期数据。考虑到美股有几万家公司，而我只有一台彭博机，刷多了流量不够用，我只选取了在2012年6月排名靠前的3 000家公司进行分析。不过，考虑到差公司容易下跌（市值变小）、好公司容易上涨（市值变大），这种做法会导致一定的局限性。

鉴于价值与价格的关系是一个很大的问题（大到我当时用了150页的报告才大概说明白），我打算用几节而不是一节把这个问题说清楚。这里是第一节，先说一下数据的提取局限和分析方法，以及在A股中价格变动与净资产增长的关系，也就是市场的价值发现能力。

短期没大关系，长期大有关系

通过数据分析，我研究了价值与股票价格在短期和长期的关系。如果要用一句话来概括，就是“短期没大关系，长期大有关系”。

从10年的长周期来看，即使是以前的A股市场，比如1996年到2006年，1997年到2007年，价值发现也是有效的，看来那些关于A股是个赌场的认识并不完全对。同时，A股在以10年为周期的价值发现机制，至少在长周期来说，似乎正在缓慢地加强。但为什么我们总觉得价格与价值没啥关系？因为在1年的周期里，A股市场的价值发现机制不怎么样，股价和净资产的增长没什么大关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，这种价值发现机制仍在某些年份里表现出来，虽然不是我原来以为会存在的年份里。从常识来说，在没有全流通、IP O受到管制的年代里，理论上来说，投机的气氛应该是最浓的，价值投资的效用应该是最弱的。但我观察到的事实似乎相反，价格与净资产的变化幅度在2002—2005年这4年的每一年里相关性都非常强，甚至与同期的美国股市一样强。这或是证明了，市场的价值发现机制在进化的同时，与市场情绪呈反比；或是证明了，价值发现机制长期存在，但在短期很容易被情绪所掩盖，只有在情绪消逝的时候才会体现出来（或者两者都被证明了）。这种处在短期无效与长期有效之间的年份数据的意义，也许就像有羽恐龙对联系鸟类和恐龙之间的关系的意义一样。[1]

看来，至少在A股，价值与价格的关系只有在长期才会显著地、稳定地体现出来。不过，还记得当有人说“在长期股市是称重机”的时候，就会有其他人引用凯恩斯的那句“在长期，我们都已经死了”吗？事实上，这个长期最多只需要10年（甚至不要10年，在美国大多数时候1年多就够）就足够了，就算是10年，凯恩斯不会死，我们也不会。

注释

[1]很多古生物学家相信，有羽毛恐龙（feathered dinosaurs）是恐龙和鸟之间的过渡物种，例如在中国热河组发现的中国鸟龙、尾羽龙和小盗龙等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必修课2：持续增长比短期盈利更重要

在上一节里我谈到，在短期（1年），A股的股价与价值（净资产）的变动之间没大关系，在长期（10年）大有关系。那么，除了净资产，股价和其他的基本面指标的关系怎样？

先说增长。如果问在10年里，收入、利润、净资产哪个与股价的相关性更高？想必不少人会说是利润，不过，从数据来看，答案应该是净资产———在A股与美股都是如此。从数据散点图的分布来看，股票净资产与价格的变动排名在10年的周期里呈一个比较聚拢的、正态的纺锤形分布，这说明这两者之间的相关性是显著而且有效的。相比之下，收入与利润这两个指标与价格之间的关系也呈正态纺锤形分布，但相较净资产更为宽泛、散乱。这是一个违反“常识”的结论，即在长期，股票净利润对价格的指导意义并不如净资产。不过，如果考虑到金融资本的估值与产业资本在长期的统一性，以及大部分公司的利润增长趋同性高于特异性（也就是说现金流折现法在普遍意义上来说并不会那么好使），这种现象就可以理解了。

在比较完增速以后，我又从三个方面、共六个时间点（包括期初和期末）比较了盈利能力对股价变动的影响：上期和当期ROE的高低、ROA（资产收益率）的高低和销售净利润率的高低。结果发现，期末的盈利能力与区间内股价的变动有微弱的正相关关系。期初的盈利能力则完全没有指导意义。问题是，价格的变动由基本面的变动与对基本面的估值共同决定。那么，期末盈利能力与区间股价的相关性，到底来自其会带来更高的估值，还是更高的基本面增速呢？

从数据来看，在区间中的任何一个时点，ROE与估值高度相关，而与区间净资产增长有一些正相关性，但并不高。看来，当期高ROE对高股价涨幅起作用，主要是通过它决定了估值，而不是基本面。问题是，当期的高ROE在长期并不能决定股票价格的增长，因为时点上的高ROE与区间内的价值增长之间并没有显著的相关性。换言之，今天的好公司不见得是昨天的好公司，也不见得是明天的好公司，但是它可以显著决定今天的金融资产估值高低。在这种情况下，价值发现者就陷入了一个悖论：ROE在短期决定了股票估值的高低（以及股票的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格），但在长期对价值的增长并没有显著的决定意义。而价值的增长在短期对股票价格没有什么决定意义，但在长期决定了股价的增长。

怪不得价值投资这么难！

与此同时，我们还观察到一个现象，即A股在过去十多年以来，ROE和PB的关系正在加强，而这种相关性在美股很久以前就存在了。这也是A股投资者开始慢慢重视价值发现的一个佐证。但是，既然如前所看到的，ROE在长期无法对股价的增长起到多大的指导意义，那么在短期追逐ROE的高低，在概率上来说对长期的股价增长并没有太大的意义。长期决定股价的因素是价值的增长，而价值来自持续性的优质盈利能力，而不是短暂的高盈利能力。这也许就是为什么即使在美国，那么多的投资者也无法打赢市场的原因。

值得注意的是，在美股ROE和PB的比较图中，我持续看到一些“旁支”现象。这些现象意味着，不少美股公司有着非常高的ROE，但只有非常低的PB。这种现象在A股并不明显，但在美股频繁出现。这是由于某些特殊的行业分布造成的吗？我们列出了细分行业公司的数据，并没有发现明显的证据：同行业的公司的数据散点分布似乎只是市场的缩减版。不过，也许这些“旁支”的存在是有些美国价值发现者可以如此成功的原因之一：因为你总是能以很低的价格买到一些不错，至少是现在不错的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必修课3：低估值与好股票

有人说，估值不要紧，只要是好股票（巴菲特有些时候也这么说）。问题是，彼得·林奇在自己的书里不止一次地提到，某某股票挺好的，就是太贵，PE和PB的乘积大于30了，等等。而巴菲特也说过，彼得·林奇的书写得非常好，好到他要给自己的小孩看。顺便说一句，PE和PB的乘积最好小于30是一个很奇怪，但是彼得·林奇似乎很喜欢的指标（在他的书里提过不止一次），在A股想找这样的标的，往往还不太容易。

让我们来看看数据：在1年的周期里，无论A股还是美股，期初的PB估值与股价在这段时间里的关系都不是太明显。在某些特殊的年份里，如美股在整个1999年，甚至偶尔能观察到正相关关系。不用说，这是科技股泡沫造成的。不过，在不少单独的年份里，至少是微弱的负相关关系还是能在估值与股价变动之间找到。只是这种关系一来有点微弱，二来时有时无。在10年的周期里，情况也类似，有时候我能看到微弱的负相关关系，比如A股从2001年到2010年，有时候则没有，比如美股从1998年到2007年。

结合价值投资的基本信念（其他条件相等，越便宜越好），这些微弱的负相关关系让我做出这样的猜测：也许低估值确实有利于股价，但1年的时间太短，造成低估值的市场偏见尚难扭转；10年的时间又太长，一个每年净资产增长12%的公司在10年里会增长210% ，这又导致估值落差的作用被基本面的增长差异所扰乱。

如果这种推断是正确的，那么我就需要看一下5年的周期，并在其中应该能找到估值与股价之间更为强烈的负相关关系。这个时期足够长，导致市场的估值偏见被纠正，但又足够短，不会让股票的增长掩盖估值带来的价格改变的落差。不出所料，在5年的周期中，我发现了比1年与10年周期中更强的股价与估值的负相关性。这种负相关性并不如前文中所描述的净资产增长与股价的相关性那么强烈，但也强到难以被忽视的地步：这种在中期存在的关系就好像热带树冠层的猩猩，既不飞在天上，也不住在地上，你还不见得天天能看见它。不过，它确实存在，而且还蛮有力气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上说的是PB估值，而我也检测了投资者更喜闻乐见的PE估值在各个期限、市场中与股价变动的关系：PE与股价之间也显示出了一定的负相关性，但似乎没有PB明显。我知道很多投资者不太看PB （这真是一个变化又少又没劲又没什么想象空间的指标），但是看起来PB对股价的指示意思似乎比PE更强，而前文也指出，净资产增长对股价的指示意义同样强于净利润。对这种现象比较靠谱的解释是，净利润的波动太大，导致它的变动在统计意义上对公司基本面的指导意义不如净资产。

但是，PE和PB难道不是应该很相关的吗？看PE和看PB难道会有区别吗？数据显示，PE和PB估值的相关性还是比较强的，但它们在图表上所体现出来的分布绝非我在之前认为的标准的纺锤形或者长条形的正相关图形。

在画出美股的图形时，我自己也吓了一跳，还检查了几遍数据有没有搞错：其PE和PB估值的相关性如同一束发射的伽马射线。这代表在美国，一些公司同时具有极低的PE和PB：它们应该很不受投资者待见。而在A股，鉴于业绩很差的股票经常也能飞上天，这种现象并不明显。不过，这种“伽马射线”现象在A股近几年似乎有轻微的加强趋势，而退市制度的强化或许会导致这种现象在将来更加明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必修课4：好公司不代表永恒存在

前面我发现，好公司在长期一定是好股票。问题是，今天的好公司一定是明天的好公司吗？下面我将从ROE、净利润与净资产的变动这几个角度来考虑。

从ROE看，在1年的周期上，无论在A股还是美股，去年ROE高的公司基本上今年ROE也高，但10年前ROE高的公司今年ROE却不一定高。事实上，时间拖得越久，两个时点上的ROE就越缺乏相关性，散点图的分布也从长条形的正相关变成了散乱的无序分布。结合这里和之前几篇文章中的发现，我们可以发现价值投资者在概率上进入一个悖论：昨天的好公司只能被证明在不远的将来，而不是很远的将来还是好公司，而股价只在很远的将来，而不是不远的将来反映出是好公司还是坏公司。怪不得价值发现这么难！

从投资者喜闻乐见的指标———净利润的增长来看，在1年的时间里，净利润的增长速度与前一期增长速度基本上没有什么显著的正相关性。更麻烦的是，“嗖”的一声从高增长变成低增长、低增长变成高增长的公司屡见不鲜，这再次增加了选择好公司的难度。从10年的周期来看，净利润增长速度在期初和期末的值基本上没什么关系，连“嗖”的一声都没了。这意味着如果说在1年的周期里，反转策略也许偶尔还会奏效的话（利润上升太快的股票有可能会突然停滞），那么在10年的周期里，几乎没有什么统计意义上有效的手段还能奏效了。

在美股，以上的这些现象也都很明显，就短期的高波动性来说，甚至比A股更明显。怪不得很多投资大师说，价值发现是一门艺术———它也许真的不是科学。

鉴于净利润的基数有时候不太靠谱，我又看了净资产。由于波动性较小，净资产的变化在1年的周期里有不错的相关性。不过，不确定性也一样存在，许多净资产增速在期初居于最后的公司在期末增长居于市场之前，另一些公司则反之（这种现象也许是由一些周期性较强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司造成的）。而如果看10年的周期，则期初和期末的净资产增速完全不相关。

问题是，还记得之前的结论吗？净资产的增长在1年周期里与价格没啥大关系，主要在10年的周期里与股价高度相关。这就陷入了一个好像infinite loop （无限循环）的东西：短期基本面与自身有相关性但与股价没有相关性，长期基本面与股价有相关性但与自身没有相关性。怪不得价值发现这么难！

是时候为这4节“必修课”做个结论了。

总的来说，在短期，价值和股价相关性不大，预期（还包括各种各样的趋势、巧合、扰动）和股价相关性大（1年）；在中期，估值有点用，价值也有点用（5年）；在长期，价值很有用，其他都没什么用（10年）。但是，谁等得起长期呢？这个问题不好说，举个例子吧。我去年参加了坚持价值投资的加拿大Bur-gundy基金公司的酒会。我好奇地问：“你们年换手率是多少？”年轻的研究员说：“大概是30%吧。”边上的投资总监正好听到，侧身说：“哪里有30%，过去3年平均大概是13%。”言罢，一脸得意之色。在过去的十几年中，这家基金从几名合伙人成长为规模近百亿美元的基金：他们也就等了十几年。其实，以前我还不是很明白，年换手率13%怎么可能够用？在做了一堆分析、画了上千张图以后我发现，13%也许还真的够用。将眇者先睹秋毫，学视者先见舆薪。价值投资也许本不难，但有时候忙得多了，也就变成了难事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请你用心记下四个字：低、好、散、长

投资看似复杂多变，市场看似纷纭莫测，但是，在真正的价值投资者眼里，投资的世界却又是如此的简单与纯粹。事实上，价值投资的要素只有四点：价格低（低），质量好（好），买得多（散），拿得长（长）。可以说，能够坚定做到这四点的价值投资者，在长期来说，由于遵从了客观的商业规律，想不赚钱都不太容易。下面，就让我们一一分析这四个要素。

价格低：价值投资的首要因素就是买入的资产估值够低。低估值不仅为可能的错误投资设置好了安全垫，也为资产埋下了潜在的估值上升空间。在历史上，我们经常可以看到，同一类资产在价格不同时给投资者带来不同的回报。沃伦·巴菲特在2002年前后以0．5倍左右PB （市净率）买入的H股中石油股票，赚得盆满钵满，A股投资者在2007年以10倍左右PB买入的同样公司的股票却亏损惨重。同样，在1996年以4倍PB买入泰国SE T指数的投资者，随后在金融危机中损失了大约80% ，而在1997年底以0．3倍PB买入同样指数的投资者，在之后的3年中赚取了大约10倍的利润。

质量好：低价并不是优质投资的保证，资产的长期盈利能力也至关重要。这就好比现在即使价格再便宜，投资者也不会再购买打字机和卡带播放机一样。在过去的A股市场，由于IPO并未实行注册制，劣质公司的股票往往受到壳资源的作用，股票长期波动巨大。但是，在成熟市场，劣质公司的股票却往往一蹶不振，最终退市。在注册制渐行渐近的时代，A股市场的劣质公司股票的长期前景不容乐观。

买得多：资本市场不可预见的事情实在太多，再优秀的价值投资者也会遭遇黑天鹅。举例来说，高铁建造类公司可能会遭遇铁路交通事故，食品类公司可能会遭遇食品安全危机，航空公司可能会遭遇客机失事，远洋石油类公司可能会遭遇钻井平台大规模泄漏，金融企业可能会遭遇黑客攻击导致结算系统崩溃，影视类公司可能会遭遇影片连续不卖座，甚至房地产公司的楼盘可能会遭遇地震，等等。以上这些，都是再仔细分析、再勤奋调研的投资者也无法预测的。即使如价值投资大师沃伦·巴菲特、彼得·林奇等人也不行。事实上，我们经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常看到这两位价值投资者对外表示，自己的投资组合保持了一定的分散程度，以对抗不可预见的风险。因此，为了防止投资组合被不可预见的事件所毁灭，价值投资者必须在不显著降低资产质量的情况下，尽可能地分散投资。

拿得长：任何赚钱的投资方式，都不能基于运气，而是要遵从某种客观存在的规律，价值投资也一样。由于价值投资所寻找的商业规律只能在中长周期中体现，因此，投资者如果不能持有足够长的时间，如三至五年，就很难从这种规律里获利。反之，如果能够等待足够长的投资周期，那么投资者在寻找到价值以后，却不能从中获利，也是很难想象的。

舜有臣五人而天下定，武王有臣十人而海内平。投资者如果能够遵循价值投资的四要素，即价格低、质量好、买得多、拿得长，那么在客观商业规律的作用下，其长期投资业绩也就不可能太差。当然，真正遵循这四要素进行投资，需要投资者付出大量的努力研究，以及保持足够的耐心与长期的视角，而这正是大多数投资者难以做到的。也许，这也正是世上的价值投资者总是为数不多的原因吧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找皇冠上的钻石

历史上的股票指数估值究竟是怎样的？在市场低估值的时候买入和高估值的时候买入究竟有怎样的区别？这种区别稳定吗？持有期的长短和买入估值的高低搭配在一起，产生的回报率偏差是线性的吗？A股上证指数20年的数据是否能说明问题的一切？2005年的市场估值低是可能达到的最低水平吗？ 30倍PE估值到底算不算高？美国股市的历史估值虽然足够长，但是它的分布能代表所有市场吗？其他市场的情况是怎样的呢？这些问题，如果没有看过足够的数据，没有比对过足够多的市场，是不能作答的。

为此，我比较了A股和10个其他市场的所能找到的所有历史价格和估值数据，以期回答一个简单的问题：买入指数时的估值高低，以及持有期的长短，究竟能对回报带来怎样的影响？我所选取的市场包括以下这些，成熟市场：美国、英国、日本、中国香港、中国台湾、韩国；新兴市场：中国内地A股、印度、泰国、马来西亚、印度尼西亚。其中跨度最大的是美国股市数据，涵盖了59年的历史；第二名则是泰国市场，数据历史接近38年。分析的结果显示了一种我称为“皇冠上的钻石”的现象：在低估值与长持有期相叠加的情况下，叠加的效应会带来回报率的成倍而不是线性的增长；相较次低估值、次长持有期而言，其增长不是线性的，而是呈几何速度增长的。

从全球市场来看，只要分析的数据期间够长，这种现象几乎一定会发生。但是，从内地A股上证综指的情况来看，这种叠加的效应还没有明显出现。在低买入估值、长持有期的情况下，获得的回报虽然也比较高，但是回报率并不突出。[1]这也许是由于A股历史上的平均估值太高，而极端低估的时间又距离我们太近所导致的（2005年和2014年）。不过话说回来，A股不会成为国际规律中的例外，而当我们看到整体指数低估值，以及在可能的继续下跌之下出现更低的估值的时候，很可能就是A股“钻石时代”的开始。

从概率上来看，全球市场估值分布区间广泛，PE从7倍到70倍都有，PB则从0．5倍到10倍都有分布。但是，皇冠上的钻石所对应的PE估值在5～12倍，同时股市估值区间分布较多的在12～20倍。相对地，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PB的数值分别为0．7～1．5倍、1．4～2．5倍。这种分布显示，带来超高额回报的低估值并不经常出现。但是，当市场的估值降低的时候，当各种消息都很糟糕的时候，当我们有一千个理由看空市场的时候，机会而不是风险正在展现。

在研究了全球包括A股在内的11个市场（6个成熟、5个新兴）在过去20年到60年不等的时间范围内的数据以后，我总结了一些关于买入指数时的估值与所带来的回报率之间的规律，如下所列。

永远别买得太贵

几乎所有的例子都证明，买入估值对回报率的影响，要大于持有期回报。当买入估值处于较低的水平时，回报率一般显著高于买入估值处于较高水平的时候。但是，持有期在1～5年和5～10年之间的区别，则没有不同估值之间表现出来的这么显著。由于股票的回报来自基本面的增长加上估值的改变，所以这种现象的一再出现只能说明一个事实：股票的估值改变带来的波动与机会，在大多数时候高于基本面增长的累积。

皇冠上的钻石

股票类资产本身相对其他资产的高增长、买入时的低估值、更长的持有期，这三种因素叠加在一起的时候，在我所观察的几乎所有市场都会产生极高的回报。这种各种因素叠加产生的回报远高于正常水平，我把这种现象称为“皇冠上的钻石”。和直觉感受的不同，“皇冠上的钻石”效应导致的回报并不是两种效应的相加，而是相乘（基本面增长×估值改善）。这也就意味着，这种叠加效应带来的回报率远高于正常情况下所能取得的回报。

举例来说，恒生国企指数在2002年的估值相较国际市场简直便宜到极点，低估值和之后10年的高基本面增长，导致其从2002年的低点到2013年初上涨了大约450%，而同期恒生指数只上涨了大约160%，标普500指数则上涨了约80%（这些回报都还没有包含股息，但股息对上涨了450%的恒生国企指数明显会产生更大的作用）。其他的例子还有很多，比如在20世纪70年代末期买入美股，在一个行业严重低估的时候买入估值最低、未来弹性最大的股票，在债券市场反弹的时候买入久期最长、收益率最高的信用产品，等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就连以发掘成长股出名的彼得·林奇，实际上也很关心估值。在他的三本投资书籍里，彼得·林奇不止一次提到，某股票不错，就是估值太贵。至于什么叫太贵，彼得·林奇自创的一个判断标准是“PE和PB相乘最好不要大于30”（一个在A股来说很苛刻的指标）。彼得·林奇这种同时寻找高成长、低股价股票的策略，也会在股票选择上带来“皇冠上的钻石”效应。

黑马甲理论与钟摆理论

在著作《你所到的一切关于投资的事都是错误的》（Everything You□ve Heard About Investing is Wrong）里比尔·格罗斯（Bill Gross）提出了一种他在拉斯维加斯参悟到的黑马甲理论。这种理论简单来说就是：不要太分散，太分散会导致你没法抓住重点；也不要太集中，太集中会导致“赌客的毁灭”，即一旦看错的时候无法挽回；最明智的投资是在概率偏向你的时候加大赌注———但也别用力过猛。同样，霍华德·马克斯在著作《投资最重要的事》里提出了一种钟摆理论，即市场的估值中值在钟摆的正中，但是市场的价格会以之为中心左右摇摆。这种摇摆的方向和力度本身很难预测，但你所能明白的是市场所处于钟摆中的位置。你所能做的最好的选择是依据这种位置进行判断和行动，而不是判断钟摆的方向和力度。

坚定地行动，但别坚定地预测

相对于市场常态，“皇冠上的钻石”出现的次数并不频繁，但是，却会带来远超平均水平的回报。由此，一直以来，A股市场流行的“20倍的PE就不错，只要公司好就可以买”的理念，未来可能需要革新———尤其是在A股市场日新月异的现在。

假设一家公司10年基本面增长了300% ，10年后的估值是30倍，则以20倍、10倍初始估值买入，资产会分别增长500% 、1 100% 。这就是“皇冠上的钻石”效应，买入的估值低了50% ，在10年的持有期下，带来的回报却多了600% 。

同时，全球市场历史上的估值分布形态显示，股票的回报并不等于资产的增长，而等于资产增长＋免费赠送的看涨期权。也就是说，如果股票的回报等于资产的增长，那么我们会看到其估值分布的时间以某个位置（被长期证明为中轴的位置）为中心形成正态分布。而我们实际看到的是高估值方面展现出的肥尾形态，以及低估值方面较为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正态的分布。同时，低估值方面又产生了非常完美的“皇冠上的钻石”。

比尔·格罗斯的黑马甲理论、霍华德·马克斯的钟摆理论都完美地阐述了如何在这种波动中获利，以及为何预测这种波动的方向是无意义的：我们需要坚定地行动，但在坚定地预测时则要谨慎。

注释

[1]在2013—2016年，A股尤其是大权重的蓝筹股，大部分时候处于被严重低估的状态，这也许是导致这一现象的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史证明高股息率带来超额收益

如果有人要问，价值投资的精髓是什么？其中有一条必须提及：持续买入又好又便宜的股票。问题是，我们应该用什么标准来界定这个“又好又便宜”？总不能每只股票都请沃伦·巴菲特或者彼得·林奇来下个评判。

高股息率在一定程度上可以作为“又好又便宜”的粗略替代品。为什么这么说呢？众所周知，股息率＝股息／股价。那么，如果一家公司给出了高股息，并且其相对股价来说仍然是高股息，从而得到高股息率，那么这家公司和其股票必然包含两个因素：高现金分配能力、不是太高的股价。注意这里的高股息，指的是实际现金分红的股息，不包含转股、送股等实际不需要公司拿出真金白银，也就对公司的财务状况没有实质性要求的财务手段。

所以，如果一家公司账面紧张，行业步入增长停滞甚至危机，那么一般来说企业都不会拿出大笔资金进行分红。因此，在大概率上来说（注意这不是一个严格的指标），拿出很多现金进行分红的企业通常不会坏到哪里去。而即使一家公司拿出大量现金分红，但是同时股价很高，就会导致股息率公式的分母变大，也无法构成高股息率。由此可见，高股息率在某种程度上（至少是粗略地）拟合了价值投资“又好又便宜”的要素。

为了验证这个思路，我进行了量化回测，结果显示，持续买入高股息率的股票，会取得惊人的超额回报。这个高股息率模型的设计细节很简单，即在每段时间开头即T日，选择前溯12个月的累计股息相对当前股价的股息率最高的30只股票，然后持有一个周期（比如1年、1个季度等），在期末再重新选择30只股票，重新获取下一个周期的回报。结果显示，当每年的12月31日进行持股更新，每次持有期为1年的情况下，在从1994年12月31日到2016年7月14日的约22年中，模型增长到初始值的72．3倍，而同期上证综合指数仅为原值的4．7倍，深圳成分指数为8．5倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了简便起见，这里没有计算手续费的因素，同时考虑到选择了30只股票，所以也没有考虑停牌的因素。[1]此外，作为对比的基数即上证综指和深证成指，都是不包含分红的，所以也导致它们会比模型表现得略差一些。但是，所有这些都无法解释模型带来的超高额回报。

仔细观察这22年中的年度超额回报，我发现其中有19年相对上证综指和深证成指的当年平均回报，模型取得了超额回报，只有3年跑输，超额回报的年度平均值达到14．3％ 。可以说，这是一个让人十分吃惊的回报率，而14．3%的年度超额回报也足以让巴菲特满意。在1960年代的致投资者信中，当时屡屡取得巨大超额回报的巴菲特对投资者们说：“这样的回报率是我没有想到的，事实上，10%的持续年度超额回报已经足以让我满足。”

同时，这个模型也可以在更小的周期上起作用。在以每季度为调整周期的测算中，自2013年12月31日至2016年7月14日的跌宕起伏的市场中，模型取得了137．7%的回报，而同期上证综指上涨44．3％ ，深圳成指上涨33．6％ ，甚至创业板指数也只上涨了75．8％ 。

不过，美中不足的是，3年的超额回报为负的情况分别出现在2003年、2005年、2006年，分别为－ 5．1％ 、－ 8．9％ 、－ 17％ ，意味着这个模型在2003—2006年之间完全无法给我满意的答案。在2003—2006年累计4年之中，上证综指上涨97％ ，深圳成指上涨140．9％ ，而以年度为调整周期的模型仅上涨了91．6％ ，这还不包括模型产生的手续费、指数没有包含的分红、股改送股不计入指数等不利于模型的因素。而即使把这4年的模型调整周期从年度变成季度，似乎也无法提供太多回报，仅仅把回报率提高到了97．5％ 。而且更短的调整周期，必然意味着更高的换手率、更多的手续费、更多的不可预测因素。

不过话说回来，瑕不掩瑜，3年的跑输指数表现并不足以说明模型无效，毕竟这是在同时取得了19年超额收益的情况下，而且这3年的模型业绩也不能算太糟糕———最差的2004年下跌了16．4％ ，仍然取得了累计超过90%的回报。更何况，价值投资的精妙之处，远非一个模型可以覆盖。股息率高可能受到很多因素的干扰，让它的选股结果脱离“又好又便宜”的范畴。比如，一个行业景气度特别高可能导致高分红，但是高景气度可能会下降；企业可能因为找不到方向而被迫分红，这点在传统行业中特别多见；甚至前溯12个月，分红这个指标本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身就有一些问题：万一一家企业去年的分红是在今年年头，今年的分红又提前到了秋天呢？

不过，如果在价值投资的框架下，一个简陋的模型都能取得如此的回报，这不就恰恰说明了价值投资的精妙之处吗？

最后，值得指出的是，提高模型的交易频率、缩短交易周期似乎无法对改善模型的回报提供太多的帮助。在从1999年12月31日至2016年7月14日的测试中，采用年度数据和季度数据测试带来的回报几乎相同，其间的差距并不显著，尤其在考虑到以季度为周期测试时会产生更多交易费用的情况下。产生这种现象的原因，可能来自如果周期过短，那么股票池内选入的股票尚未拉开足够的差距，模型低买高卖的效果也就变得比较差。这就好比在套利交易时，交易的频率如果太过频繁、套取的价差太小，就不能取得高回报率一样。当然，这只是一个比较细枝末节的技术问题，并不会对模型的有效性构成影响。

注释

[1]后来我担心停牌可能会造成预想不到的结果，就对这个模型进行了重新检测，去除了可能停牌的股票。结果显示，没有什么显著的差别，特此注明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高分红与复利投资的威力

假设有两家公司A和B，在过去10年中每年净资产分别增长12%和20% ，那么现在相对于10年以前，两家公司的净资产增长分别会是多少？这是一个简单的算数题，答案分别是211% 和519% ，很明显，第二家公司更赚钱。但是当投资者浏览了历史上上市公司的财报，并买入净资产增长更快的B公司以后，即使这家公司未来的净资产增长仍然和以前一样，投资者难道真的会获得比A公司高得多的回报吗？

在有一种情况下，答案是否定的，这就是在A公司历史上净资产增长更慢的原因不光来自基本面的因素，也来自高分红率的时候。如果A公司在历史上每年拿出相当于净资产6%的现金进行分红，那么就会导致它在过往财务报表中的增长更慢，基本面看起来也更差。但实际上，当投资者收到分红并进行复利再投资以后，投资A公司的投资者实际上收到的税前回报是18% ，而不是历史报表上体现出来的12% 。而在这种情况下，A公司投资者在10年中的回报率也会达到423% ，只比B公司少不到1／5。

投资高分红率公司的好处不止于此。相对于发展更快速的公司，愿意给出高分红的公司往往业务更稳定，由于冒进投资导致商业行为失败的概率更小。一家现在每年净资产增长10% ，同时进行6%分红的公司，在10年以后维持同样格局的可能性要大于一家每年净资产增长30%但是不分红的公司。同时，对现金更少的需求也反映出高分红公司的市场竞争格局更有利，行业更加成熟，被竞争对手取代的概率也就更小。

不过，投资者还需要甄别一种“伪分红”的情况，而这种情况在A股尤其突出。由于A股新上市的公司经常以极高的净资产溢价发行，而原始股东的股份又需要锁定很长时间，通过高分红进行间接现金退出就成了一些原始股东的选择。发掘这种“伪分红”的方法很简单，只要对比一下同行业长期上市交易的公司的分红率，基本就可以发现差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，如果仔细观察内地资本市场的数据，就可以发现，高分红类的公司经常集中在一些蓝筹股行业中，而这也是蓝筹股价值的一个基石，即这些蓝筹股历史上的净资产增长与小公司是不可比的，而是需要加上分红和复利再投资以后的数据，才能进行同等比对。当然，高分红率并不是遴选优秀公司的唯一因素，但是在投资的过程中忘记考察高分红所带来的复利增长，也必然是失之偏颇的。

两低一高模型：长期超额收益的来源

在前文中，我曾经分析过两个能够显著带来超额收益的模型，即按低PE和低PB选股的模型、按高股息率（DY）选股的模型。这里，我再把这两个模型做进一步的深化，并把它们结合在一起，组成一个新的模型。

简单来说，就是在每个时点，选择当时前溯12个月股息率最高，或者PE和PB排名的平均数（综合排名）最便宜的一些股票（这里我选择了30只），或者三者兼而有之，然后持有一段时间，在下个阶段再以同样的方式调仓。此前，华融国际信托的固定收益部总经理杨子林先生曾经将同时使用三个指标的模型（低PE低PB高D Y）命名为“两低一高模型”。鉴于我一直没有给这两个模型找到好的名字，我就决定沿用这个称呼。

在对历史数据进行的回测中，高股息率模型（选择前溯12个月股息率最高的30只股票）在长期持续、显著地战胜了市场。同时，低PE和低PB结合的模型也显著战胜了市场。如果把以上两个模型叠加起来，我们就会得到一个“两低一高模型”。也就是说，我们把单个股票在一个时点上的PE、PB、DY分别做一个排序，然后把3个排序的平均数做综合排序，就可以得到“两低一高模型”的排序。结果显示，这个模型取得了高额的超额收益。

但是，我并没有任何证据可以证明，这个模型比前面两个模型单独的情况要好。反之，这些模型得出的结果似乎是一样的。这是为什么呢？在相关性对比分析中我发现，高股息率的股票，在几乎任何一个时点上，和低PE低PB的股票几乎是完全重合的。所以，不管是用高股息率模型，还是低PE低PB模型，其实选出来的可能是一批类似的股票。因此，才会得到相似的结果。而这些股票有一个共性：从概率上来讲，它们既便宜又优质（股息高，盈利高，净资产多，股价还低）。这，才是模型真正的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但需要意识到的是，尽管由于交易佣金、调仓冲击成本等一些问题，实际交易中获得的回报可能比模型运算的结果略有下降，但是从大方向来说，模型是死的，投资者是活的，基于价值的实际交易结果，可能比模型演算的更好。这里，就让我从模型本身增强和模型外回报两个方面来一一分析。

（一）模型本身增强。

特别股息、特异低估值的排除：有一些公司股息率高，并不是因为经营能力强，而是出于一些其他的因素，比如香港市场常见的因为行业前景不明、公司采取收缩政策而派发的特别股息，A股一部分刚上市公司派发的高分红，等等。另外，有些公司的低PE可能是由于高一次性收入导致，低PB可能是由大量不实商誉等导致，等等，不胜枚举。因此，在分析具体公司时，投资者可以剔除这些“看起来指标很好看，但是仔细一看发现价值并不明显”的公司。

明显更差的和明显更好的公司：尽管有些公司数据真实，也不存在上面说的一些情况，但是这家公司所在的行业可能明显没有前途，或者公司的市场份额已经发生了逆转，等等。另外，一些公司的基本面可能非常优异，但估值并不低。比如，按前文所述的模型，在香港市场就不可能选中腾讯控股，但这并不证明腾讯不是一家好公司。

相似的股票，可以优中选优：在审查模型挑选出来的30个公司以后，我发现，其中存在优中选优的可能。也就是说，对于模型来说，给予每个选中股票1／30的仓位，是机械化的。但是，投资者往往可以发现，其中一个公司明显比另一个有价值。在这种时候，增加更有价值的公司的仓位、减少另一家公司的仓位，就可以提升总体仓位的价值。

更优时点：在机械的模型中，调仓的时点选择是固定的，比如每年12月31日。但是，在实际交易中，我们可能会遇到一些更好的机会，并不出现在固定的时点。特别是在市场交投活跃的时期，比如2015年，这种机会可能更多。不过，这种机会到底能带来多高的加成，仍然有待进一步讨论。截至目前，我并没有找到足够可靠的证据，证明更高的频率一定会带来更高的收益。有可能出现的情况是，主观判断反而错失了一些随机发生的巨大但癫狂的投资机会。

（二）模型外部增强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓位控制：需要指出的是，两低一高模型是一个纯粹选股的模型。也就是说，它在任何时候都是保持100%仓位的。但是在实际交易中，投资者最起码可以不用在2007年10月保持满仓的状态。这种超大型的估值扭曲带来的仓位控制机会，会给投资者带来更多的收益。不过，频繁的仓位控制可能会起到适得其反的效果。这里指的是在有绝对把握的情况下，低频率但是坚决地控制仓位。

更好的其他资产：不仅仅是仓位调整的时点会给投资者带来更多的模型以外的回报，一些其他的资产也会带来更高的回报。举例来说，两低一高模型在2002—2005年并没有给投资者带来太多的回报，但是，那时候最好的投资标的根本不是A股，而是H股。在2002年前后，当时恒生国企指数的估值几乎全球最低（同样的情况在2016年年初又重现了一次）。后来H股的HSCEI指数远远跑赢了A股指数后来的涨幅，尽管之后的A股经历了历史上最大的牛市。而其他的一些资产，比如债券、分级基金、房地产（2000年租金回报率高达6%～8% ），同样可能为投资者提供更好的机会。

制度红利和市场红利：尤其在A股市场，投资回报很可能还会来自一些其他的红利，比如制度红利（申购新股）、市场红利（2015年夏季到秋季的期现套利）等等。

股息率高，一方面是派息高，另一方面则是价格低。同样，PE和PB低，一方面股价不会太高，另一方面盈利和净资产也要还可以。不管怎么说，两低一高模型给我们展示了在长周期中依据价值投资的核心宗旨“又好又便宜”，能够给投资者带来多么高的回报。而在以上的讨论中，我们更可以看到，凭借谨慎、细致、高确定性的人为操作，投资者可以取得比模型更好的结果。所以说，价值投资其实也不难，难乎有恒而已。

关于上述模型，有几个需要阐述的细节如下。

（1）剔除没有成交量的股票：需要指出的是，本节中讨论的股票，剔除了完全没有成交的。但是为了避免漏选冷门股，我没有给成交量设置太高的门槛。

（2）具体设计细节为：以初始日期前10个自然日的成交总量计算，在年度测算中，1995—1996年不低于200万元，1997—2000年不低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于500万元，2001—2006年不低于1 000万元，2007—2009年不低于2 500万元，2009年以后不低于5 000万元。

（3）关于手续费：本模型没有考虑手续费，也没有考虑对标指数中不涵盖股息率的问题。这可能造成一定的偏差，但以A股整体低分红的传统，估计不会超过1．5% 。

（4）关于模型能容纳的交易量：如果调仓时间限定得太死，有可能会造成买不到／卖不掉的情况，由此不能容载太大的交易量。但是，我不认为这是一个大的问题，因为在实际交易中，这些模型对交易时点并没有严格限制，12月31日可以，11月15日也没有什么不行。所以，我不认为交易量是一个太大的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

善用“套利”这把利器

我曾经在论坛上看到一个发言，深以为是：“是不是价值投资者就一定要拿住一个标的20年不动摇？是不是价值投资者不能做无风险、低风险套利？是不是价值投资者一定不能做波段？如果是，那以后谁跟我提价值投资者我就跟谁急。”确实，价值投资并不代表长期持有，尤其在并不成熟的新兴市场，更是这样。

假设有两个资产甲和乙，目前的价格都是A，在较长期限都会增长到D。那么，在成熟市场，由于投资者高度理性，两个资产在中期同样时点的价格B和C很可能是一样的，或者至少是十分接近的，也就是说它们的价格都从A到B和C再到D，这也就不会给价值投资者任何套利的机会：他没有任何买入一个高估值资产并卖出一个低估值资产的机会。但是，在新兴市场，比如A股市场，甲和乙的价格在从A到D演变的过程中，经常经历很多与B和C不一样，甚至大不一样的阶段。在这种情况下，当投资者确信处在更低的B价格的甲资产，在长期会比处在较高的C价格的乙资产获得更高的涨幅时，他就可以卖掉乙并且买入甲，从而完成一次完美的价值套利。

需要指出的是，传统意义上的套利似乎只局限于无风险套利，好像套利就一定要是风险中性的。但是，由于这种基于长期价值回报的套利利润如此丰厚，使得采用这种套利的方式（裘国根先生把它称为价值接力）进行长期价值投资的回报会变得更加诱人：即使承担一定的价格波动风险也会非常划算。

让我们假设两只股票在10年的时间，每只股票的CAGR都是15% ，这样同时平均持有两只股票的10年期回报就会达到305% ，看起来是一个很平庸的水平。但是，如果其中发生了4次一只股票比另一只股票贵40%的情况（2．5年一次，这在A股其实很常见），那么进行了套利交易的投资者就会多取得1．2的4次方，也就是107%的回报，使得长期的总回报达到739% ，比原先的回报多了1倍不止。当然，这种非风险中性的价值套利并不仅仅局限在10年这么长的周期上。在短到1分钟、长到10年甚至更长的时间周期上，我们都可以进行类似的套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在阐述了原理以后，让我们来看一些必然会遇到的细节。到底在多少价差开始套利合适？每次使用多少仓位合适？我们应该以怎样的频率套利？其实，在决定套利需要的频率、价格的差别等问题时，我们需要关心的问题只有两个：价格回归的概率到底有多大？回归的速度到底有多快？价格回归的概率和速度并不是两个一致的问题，也就是说，一定会回归的价格，并不是就一定会以很快的速度回归。事实上，这两者之间经常有很大的差距。

举例来说，A股和H股同股同权的企业股票，价格回归的概率是非常大的（H股发生私有化会导致这种概率不是100% ），但是受限于制度因素，这种价格回归的速度可能会非常之慢。在这时候，进行价值套利时，投资者就会需要非常高的价差，才能保证盈利的稳定性。反之，两家都在同一市场上市，同行业、同体量、业务和业绩非常近似的公司股票，尽管价格回归的概率必然性并不是那么高，可能一家公司在3年以后发生突变，发展得很好，价格远超另一家公司，但是如果短期价差达到可观的量级，那么它们的价格回归的速度往往快于同一公司的A、H股价格。在这时候，套利者要求少一些的价差回报也是合理的。

不仅是在股票之间，套利可以应用的领域还有很多。在微观的层面，有不同市场日内波动套利、指数基金套利、事件驱动影响速度套利等等，在宏观的层面则有不同资产套利（比如卖掉估值很高的地产、买入一些估值很低的优秀股票等）、不同市场长期套利（比如卖出3～4倍PB的美国市场、买入0．8倍PB的香港市场等）。

不过，套利并不是“扣了扳机以后不用管”的超级智能武器。在这里，我需要指出基于价值进行的套利必然会遇到的两个问题：测不准原理和杠杆的危害。

由于套利的本质是利用市场的非理性，那么当我们在卖出一种资产、买入另一种资产的时候，往往会遇到卖出的资产变得更贵、买入的变得更便宜的现象。就好比如果我们在一线城市地产租金回报率的倒数（类似于股票的PE）40倍、股票10倍PE的时候卖出地产买入股票，现在却面临地产的估值倍数飙升到70倍左右、蓝筹股估值只有大概7倍的窘境。在这时候，投资者除了忍耐亏损，别无他法。毕竟，任何高额的回报，都很可能不是一帆风顺的。而对于那些频率更高、获利更少的套利，投资者也不可能保证每次套利都一定能够获利，尤其是在价值发生偏差、价格不再回归的情况下。在这种情况下，使用更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的套利次数、更高的套利概率弥补单次套利可能产生的损失，也就成为唯一可行的方法。

同时，正由于基于价值的套利往往在测不准的情况下产生巨大的偏差，而一般市场中性的套利策略又在大多数时候利润微薄，但是会偶尔产生巨大的波动（正如害死长期资产管理公司的那次波动一样），杠杆对于套利者绝对是一个有害无利的东西，它往往让投资者在享受更高收益的时候放弃了抵抗风险的能力。因此，对于进行套利的价值投资者来说，对杠杆的应用一定要慎之又慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鸡蛋的故事与股票的估值

有个故事，说有个农民打破了地主的1个鸡蛋，地主要农民赔100两银子。农民问，为什么要赔这么多？地主说，你看，我这1个鸡蛋，今年可以孵出1只小鸡，小鸡长大以后明年可下蛋并孵10只小鸡，3年以后就是1 000只小鸡。现在一个鸡蛋只让你赔100两银子，多便宜！

故事听着可笑，其实吧，资本市场上这样的事儿也不少。就比如说，分析师最喜欢用的DCF估值方法即是如此。DCF估值方法，全称叫现金流折现法（discounted cash flow），指的是把未来公司能取得的、能自由支配的现金流按照一定的折算百分比折成公司的现值。仔细琢磨一下，这是不是地主估鸡蛋这个思路？

使用预期市盈率法也是一样。假如一家公司半年报EPS （earning per share，每股净利润）3毛———不行，这样估太便宜了，那么估计年底到5毛，明年1块，后年1块5。好了，就按1 块5乘以20倍市盈率，30块钱。你看你看，市盈率（PE）只有20倍，还算往低里估了呢！其实这家现在3毛钱EPS的公司，净资产收益率也许是20% ，也就是说每股净资产只有6块钱。这样“地主式计算方法”的结果就是，投资者花30块钱，买了只有6块钱的资产。笑话归笑话，事实上这么估值的还不少。问题是，每当市场用类似方法估值的时候，就会遭到来自原始股东的无情减持。为什么原始股东会减持？因为按地主估鸡蛋法算估值的投资者算出来的企业价值很高，而原始股东恐怕用的更多的是几斤面粉做几斤蛋糕的算法，也就是市净率（PB）的估值方法。在以上的例子中，投资者花30块钱买了价值6块钱的资产，对于原始股东来说，就好像1斤面粉做出了6斤蛋糕，不能怪人家面包房要甩卖嘛！也许有投资者相信的是1只小鸡1年孵出10只小鸡、3年就有1 000只小鸡的算法，但是比较起来，还是1斤面粉做1斤蛋糕，最多加点水啊鸡蛋啊什么的做出2斤蛋糕的逻辑，更让人放心。

事实上，DCF之类的估值方法，本身并没有错：巴菲特他老人家也经常用。问题是，这些基于未来收益的估值方法变量太多，可供操作的空间太大，得出的结论太容易被改变。结果，一般投资者如果不是自己计算，则容易被市场上其他人的估值结果所忽悠；是自己计算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又难免按捺不住赚钱的欲望，结果自欺欺人，一样容易给出过于乐观的结论。相比之下，市净率估值法虽然过于简单、漏洞百出，但难以修改，有多少是多少。可惜，这种方法听起来过于简单，一点都不好玩，相信的人也就少之又少。无怪乎二级市场的投资者老是亏钱！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关心市场涨跌？你已经输在起跑线上

许多投资者最喜欢关心的问题，就是市场的涨跌。最近大盘你怎么看？股市有大机会吗？人民币贬值大盘是不是就不能买了？笔者从业多年，这样的问题几乎隔几天就能听到一次。殊不知，如果一个投资者主要关心市场涨跌，那么他就已经输在起跑线上了。

在历史上，我们看到的大多数擅长股票投资的大家，比如美国的彼得·林奇、沃伦·巴菲特，日本的是川银藏，德国的安德烈·科斯托兰尼，等等，都非常善于挑选好的企业和股票，而不是选择市场涨跌的时点。这些投资者的选股风格各有不同，彼得·林奇绰号“股票多情种”，擅长选择各种不同的投资机会，沃伦·巴菲特则擅长长期持有为数不多的优秀公司，是川银藏以他的“乌龟三原则”闻名，安德烈·科斯托兰尼则常常宣传自己“擅长投机”。但是，我们仔细观察，会发现这些伟大的股票投资者之中，没有哪个是靠赌市场涨跌做成自己的事业的。他们不断寻找好的投资机会，有的看重价值，有的看重估值，有的则看重事件驱动带来的机会，但他们都无视大盘的涨跌，最终却能取得远远超过市场平均水平的投资业绩。

举例来说，好的股票的长期涨幅，会远远高于一般的股票（比如大盘指数）。通过选择行业基本面更优秀、估值更低、股息率更高的公司，投资者往往能够获得高于市场的长期回报率。假设股票市场的长期回报率是12%（对A股这样的新兴市场来说比较中肯的一个数字），再假设一个投资者能够每年比市场表现好8个百分点，达到20%，那么20年以后，他会取得37．3倍的回报，比股票市场的8．6倍整整多出28．7倍。而如果我们看40年（这也是一般人从工作到退休的年限），20%的复利增长可以使整体回报率达到1 468倍，同时以12%的速度增长的股票指数只有92倍的回报，两者之间相差1 376倍。这就是8%的差距带来的区别。现在，我们还真的需要问市场是涨是跌吗？

退一步说，即使一个优秀的投资者（或者更恰当一点说是投机者）只关心价格的方向（比如乔治·索罗斯），他也不应该只关心市场涨跌的方向。一个股票市场里有多少只股票？每天有多少交易机会？公司A的股价大跌，是不是市场反应过度？公司B的估值很低，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是公司C是不是更低？公司D涨了一倍，是不是投资者太狂热了？公司E的预计私有化价格是52元，可是市价只有47元，这里面有机会吗？如果我们只关心整体市场的涨跌，我们就会错过几十上百幅更美丽的景色。最后，有一个更好的理由让投资者们远离关心市场涨跌：股票市场在长期的基本面总是上涨的，而估值只要不是太贵，买入持有往往是比频繁买卖更有利的选择。这就正如那句华尔街谚语所说的：重要的是在市场里的时间，而不是进入市场的时间（Time in the market matters，not timing the market）。也就是说，既然股票的基本面在长期是诸多大类资产中最优秀的（内地过去十多年的房地产牛市主要依靠不断抬高的房价租金比实现），那么只要长期持有，这部分钱早晚是投资者的，根本不必频繁地去思考。而既然判断市场拐点是如此困难的一件事情（难到几乎没有投资大师是依靠它成名的），那么选择进入和离开市场的时点，一般来说并不能给投资者带来什么收益，而更多的时候它带来的只是亏损。

资本市场的机会多姿多彩、千差万别，而由于股票资产本身就是长周期下极其优秀的资产，所以只要取得比市场略好一点的投资业绩，投资者就能在长期取得惊人的回报。那么，我们为什么还要频繁关心市场涨跌呢？难道我们真的有理由相信，自己足够聪明，可以在多少前人都没有走通过的道路上杀出一条血路吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用长期持有的态度交易

许多伟大的价值投资者都强调保持长期分析眼光、长期持有资产的重要性。比如，沃伦·巴菲特就非常强调这点，他的名言“我不想持有10年的股票，我不会持有它10分钟”，被许多价值投资者奉为圭臬。

但是，与古板、长期的价值周期认识所反映的不同，价值投资者的交易却并不一定需要像“持有10年”这样死板（其实早期的巴菲特也没有这么死板，只是后来美国市场慢慢成熟，逐渐改变了他的投资风格）。也就是说，虽然一位秉承价值投资理念的投资者不会持有他不想持有10年的股票10分钟，但是这并不意味着每一只股票一定要持有10年。

举例来说，当价值投资者以同样的程度看好A和B公司未来10年的发展时，假设他每只股票购买了50% ，并打算持有10年。那么，如果在6个月以后A公司的股价上涨了100% ，B公司的股价却没有发生变化，应该怎么做呢？ 100%的溢价意味着，在10年的周期里，可以从中得到每年10%的稳定回报。而在基础资产即A、B股票价格上涨的情况下，这个数字还会远大于100% 。那么，对于持10年持有周期的价值投资者来说，这样稳定的回报一定值得交易。也就是说，虽然秉承“不想持有10年的股票不会持有10分钟”理念的投资者思考的是未来10年的问题，但是他却会以远远短于10年的周期进行交易。

举例来说，巴菲特在2002年左右购买了大量的美国垃圾债和中国香港股市的中石油股票。在买入的时候，他的主要理由就是这两类资产质量都足够稳健、价格都足够便宜。也就是说，持有10年，盈利的概率是非常大的。但是，在几年以后，美国垃圾债和中石油的股票都上涨了非常多，这位价值投资大师就迅速卖出了这两块资产：他并没有持有它们10年。 （记得有一次巴菲特在接受中国记者采访时曾说：“如果我在中国市场，我可能会交易得更多些，因为市场不理性带来的机会更多。”）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，价值投资者究竟应该持有资产多长时间呢？许多价值投资大师都为这个问题做出了精确的解答：问题的关键，不在于时间的长短。是否卖出一项资产，取决于你能找到的替代品是否足够优秀。

在股票估值极高的时候，房地产的价格相对租金是否便宜？2001年的中国市场会对你说是。在房地产极度高估、空置率高企的时候，股票的估值是否低廉？ 2014年的中国市场会对你说是。在创业板估值虚高的时候，蓝筹股是否值得买入？ 2015年的A股市场会对你说是。在一个市场股价高昂的时候，另一个市场的股价是否相对便宜？ 2007年的A股、港股市场会对你说是。这些时候，就是价值投资者应该交易的时候。他们应该抱着对未来10年乃至更长时间的价值判断，果断地进行交易。而在交易背后的逻辑来自基于未来10年价值判断的时候，投资者其实并不需要担忧投资之间的间隔是1年、1个月，还是哪怕1天、1小时乃至1分钟。

这种基于价值的交易，和价值投资者通常所反映出来的不动如山的状态不同。它必须立意坚决、斩钉截铁，就像乔治·索罗斯曾对自己的投资经理说的那样：“如果你确定自己是正确的，为什么你只下这么小的仓位？ ”[1]

需要指出的是，由于如中国资本市场这样的新兴市场更不成熟，投资者情绪化更严重，导致价值投资者可以利用的各类优良资产之间的价差机会，远远多于如北欧这样的成熟资本市场。在这种情况下，顺势而为的价值投资者能够利用的机会也就远多于成熟市场的投资者。我们也就会观察到他们的交易周期短于后者、交易频率高于后者。但是，更高的交易频率绝不意味着向非价值型投资妥协，反而是机智的价值投资者获取更高回报的利器。

注释

[1]这段话应该是索罗斯在狙击英镑时，对手下的投资经理说的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浅谈长期延续性对逆向投资的重要性

对于价值投资者来说，越跌越买是投资策略中最经典也是最传统的方法。但是，并不是所有资产都是可以越跌越买的，而决定一个资产是否可以越跌越买，以期保证估值越买越低，一个重要的因素就是这个资产的长期延续性。

冬去春来，雪融花开，是自然界万年不变的规律。所以，在最冷的寒冬，商人们要准备春天穿的衣服，农民也要准备春耕播种的种子。但是，一个王朝的倒塌并不一定意味着同姓势力一定会在几十年以后崛起，否则秦王朝的嬴姓就会在今天仍然繁荣昌盛。一个物种的灭绝也往往不会以数百年后这个物种的再度大兴盛为故事的续集，考虑一下现在渡渡鸟去哪里了？[1]所以，在我们购买任何一种资产的时候，绝不应该只看到这种资产的估值越来越低，而必须仔细地考虑，5年、10年乃至20年以后，这种资产是否还能存活下去？低估值买入的资产，是否一定能等到再次繁盛的明天？下面，就让我们来看一些例子。

在2008年的次贷危机中，美国房地产价格一路大跌，很多优质地段的房子价格低廉。对于地产本身来说，我们基本可以肯定在危机之后，这些房子仍然会有需求，因此当地产价格相对租金很便宜的时候，就是绝佳的买入时点。但是，持有大量次贷衍生品的投资银行，却可能因为资不抵债而在危机中破产关门，买入估值很低的这类公司的股票就要慎之又慎。

在2014年A股的大跌中，蓝筹股的估值一度达到6倍PE，我们基本可以肯定A股的蓝筹股在10年以后仍然存在，这类资产就可以考虑越跌越买。而即使是对日本这样股票指数的ROE常年在0左右的国家，其股票指数的PB估值在过去20年中但凡接近或者低于1倍，也都能算是一个不错的买点。但是，对于一个全国艾滋病感染率达到10%的非洲国家而言，10年以后的资本市场虽然仍可能存在，但不一定会好到哪里去，这时候投资者就要相当谨慎。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从行业的角度来看，不同行业的长期存续性也有差别。比如，在数码相机出现以后，胶片生产商的长期存续前景堪忧。但是，对于铁路公司，尤其是一国的巨型铁路公司而言，其长期存续的概率是非常高的，那么它的低估值就可以形成一个不错的买点。

再从债券的角度来看，国债几乎可以被认为是没有风险的，在其收益率相对历史达到最高水平时（如2013年底的中国国债），我们基本就可以认为它存在一个非常好的、越跌越买的机会。反之，对于有违约风险的企业发行的债券，越跌越买的策略就不一定是一个好的选择。尽管国内资本市场常常把10%以上收益率的债券称为垃圾债，但是从国际垃圾债的角度来看，这个收益率显然还和真正的、危中有机的垃圾债相去甚远。

需要指出的是，在越跌越买的过程中，带强制平仓权的杠杆资金也是一个可能让投资者无法享受资产长期稳定性的问题因素。这类杠杆资金除了包括典型的来自金融企业的融资以外，也可能包括一些特殊的条款，甚至是投资者相对不成熟的特质等，比如基金平仓线、上市公司私有化退市、投资者大幅撤资导致基金管理人被迫卖出流动性最好的资产等等。

所以，对于价值投资者来说，如果能够保证资产和投资的长期延续性，那么越跌越买，以更低价格的买入不断摊薄投资成本，确实是经久不衰、无懈可击的打法。但是，如果资产和投资的长期延续性并没有得到足够的保障，那么有时候反而会画虎不成反类犬，赔了夫人又折兵。

注释

[1]渡渡鸟，是仅产于印度洋毛里求斯岛的一种不会飞的鸟。这种鸟在被人类发现后仅仅70年的时间里，便由于人类的捕杀和人类活动的影响灭绝。

[2]非洲艾滋病盛行，有些国家感染率非常高，10%可能只是一个保守的数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资中的一击必杀

在现代空手道大师大山倍达所创立的极真空手道里，有个精神要点是“一击必杀”，即要求运动员将力量和速度发挥到极致，在一击中打倒对手。其实，在投资中，我们也需要这种“一击必杀”的精神，即努力寻找真正优秀的标的，而不是盲目地买入一大堆一般的资产。

平时，我们经常可以听到投资者说，某个资产前景不错，估值又不贵，可以买入。典型的例子有“这个地区的地产还要升值，趁现在买入还来得及”，“这个股票估值在行业平均水平，基本面有爆发迹象”，等等。但是，这种投资充其量可以算是“相对的好”，并不能算是“真的好”。也就是说，这种投资的好，只是建立在和一些比较差的投资的对比之上的，并不是几乎可以一击必中的机会。这和20元的纸币虽然比10元要好，但是还是比不上100元的，是一个道理。

可惜的是，绝大多数投资者在投资的时候，缺乏等待的足够耐心以及搜索的细心，去寻找真正好的机会，而是在觉得一个机会相对还算不错以后，就迫不及待地买入。结果，他们并没有等到最优秀的机会，而把自己的现金白白地浪费在那些一般的机会上。这里，就让我们来看几个例子。

一个城市某个地段的房子附近马上要通地铁，看上去还不错吧？可是这间房子的房价却可能是年租金的50倍。一只A股的股票前景不错，估值15倍市盈率，看起来还不错吧？可是如果香港有类似的股票，估值却只有5倍呢？ 10年期国债收益率虽然已经达到2．7%，但有可能下降到2．3%，听起来还不错？可是40BP的空间，真的能算是很大吗？难道我们找不到比它更好的机会吗？你指望长期债券的收益率能降到哪里去呢，1%吗？在2016年秋，分级基金A端的价格似乎在资产荒和利率下行的双重利好下一路上涨，可是它们1～1．1元的价格，和2015年夏天0．75元左右的价格相比，又怎么样呢？

所以，如果想取得超凡的投资回报，投资者就需要超凡的投资机会。也就是说，投资者需要找到“真的好机会”，而不是那些“看起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来还不错的机会”。看到这里，大家一定会问，我们也知道真的好机会非常不错，可是这样“又好又便宜”的机会真的会来吗？

这里，就牵涉到一个资本市场的特质：严重的不稳定性。按乔治·索罗斯先生的理论，资本市场天生存在不稳定性，而这是人性本身存在的认知缺陷导致的。也就是说，“天生稳定的、均衡的资本市场”，其实是不存在的。当看到马路上有人不遵守交通规则时，家里和公司里有人为了琐事争吵时，我们就应该理解，这个世界是有多么的混乱和不完美。而这种混乱和不完美，迟早会体现在资本市场里。它们极端的显现状态，就会造就极端的价格：也许是极端癫狂的泡沫，也许是极端完美的机会。

所以，沃伦·巴菲特先生经常在自己的投资组合里保持大量的现金，并以此获得了更加丰厚的回报。这绝不是因为他认为现金在长期能跑赢自己投资组合中的公司股票（实际上巴菲特十分肯定地认为，现金是长期最糟糕的资产之一），而是因为他明白资本市场的不稳定性，会持续不断地给他带来完美的投资机会，使他有机会“一击必杀”。

让我们回顾一下过去几年的资本市场：2011年和2015年的分级基金A端、2013年下半年的长期债券、2014年的A股、2016年上半年的H股，都有类似于这种可以让投资者“一击必杀”的机会。它们的价格已经足够低，基本面也足够好，同时市场上都是哀鸿遍野，几乎没有人盈利（这也就意味着很难再有卖盘）。这样的机会居然在6年里出现了最少5次，难道不足以说明些什么吗？可惜的是，在这些机会显现的时候，大部分投资者已经不能再做有效的买入了，因为他们的精力已经分散消耗在了之前那些“不那么坏”的机会上。只有那些对资本市场不稳定性有充分了解，进行了足够耐心准备的投资者，才能在这种时候一击即中、一击必杀。而他们长期的优异回报，也就在这些频频出现的“极端事件”中逐步累积。

食之无味弃之可惜？别赚市场里的最后几分钱

在资本市场待久了，会发现很多时候我们会遇到一些“食之无味、弃之可惜”的机会。当然，对于大部分做笔头工作的研究者来说，这种投资者面对的困扰是不存在的。他们大可以一直主张自己的观点，而不用担心遇到“如果仓位用完，行情却没有结束，那么看得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再对也没有用”的窘境。但是，对于投资者来说，这样的困扰却是不可回避的。

当遇到这些“食之无味、弃之可惜”的投资机会，并感到困扰时，投资者需要意识到，困扰的出现也就说明，自己面对的已经不是一个完美的投资机会了。这个投资机会的风险和收益已然等价，甚至风险已经大于收益。但是，许多有经验的投资者却在此时不能自拔，希望赚到市场里的最后几分钱。他们或是由于在此类资产上已经赚到很多利润，从而导致对自己的判断能力盲目自信；或是受从众心理控制，不愿离开大众热捧的资产；或是缺乏对市场的认知，抑或受代理人机制的左右，以致过分追求残存的、微薄而危险的利润。

事实上，由于资本市场的波动如此之大，以至于任何老练的投资者都不可能赚到市场里的最后几分钱。为了最后一段行情所做出的努力，要么会让投资者承担过大的风险，要么会让投资者忽视稳妥的收益。不论怎样，这都会危害投资者的长期业绩。所以，在面对“某种资产虽然已经很贵，但是说不定还能再涨一点”的诱惑时，有经验的投资者必须断然舍弃最后残存的利润，而把资产投入更安全、更稳妥、机会更大的地方去，反之亦然。因为他们明白，市场里的最后几分钱，绝对没有那么好赚。

让我们用一个故事，来结束对这最后几分钱的讨论吧。在一个公开会议中，沃伦·巴菲特一生的搭档查理·芒格曾经问巴菲特，我看你经常说自由现金流折现这个概念，可是为什么我从来没有看到过你在投资时计算这个数字？（要知道，华尔街的投资银行经常编写上千行的Excel公式，以计算公司的折现价值。）巴菲特答道：“查理，如果一项投资的回报需要通过精密的计算才能知道，那么，这个投资机会也就太平庸了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱机会就在身边，你得学会观察生活

想做好价值投资？那你得学会观察生活。

投资大家查理·芒格曾经说过，他出行坐民航客机的时候喜欢坐经济舱，因为这是他“了解美国人生活的重要途径”。而美国公募基金泰斗彼得·林奇也说过，他喜欢在生活中寻找买入的标的（不过，这句话有时候被国人错误地理解为“买入一切你在生活中碰到的东西”）。这两位前辈的经验告诉我们一个道理，如果想做好价值投资，就得学会观察生活。企业的价值不可能凭空产生，它们一定来自生活中的点点滴滴，而这些细节是很难凭空想而理解的。学会观察生活，也就得到了挖掘企业价值的重要途径。这里，就让我们来看一些有趣又深刻的例子。

记得在2014年的夏天，也就是上证综合指数徘徊在2 000点附近的大熊市时代，我在火车上遇到一个做铁路工程承包的大叔。我问大叔，你们现在生意怎么样？答曰好得不得了，欠款全部收回，新的订单不断。我说那您别做铁路生意了，回去买铁路相关股票吧，中国的铁路本来就缺，现在股票估值又在低点，工程又这么好做，看来机会不小。后来，在2014年到2015年的牛市中，铁路股的表现异常夺目。尽管这里面也有许多泡沫的成分，但铁路行业的拐点无疑也是催化剂之一。不过，大叔有没有听我的话回去抄底，就不得而知了。

我有一位牛津大学毕业的师兄，从事量化投资大概已经20年，他曾经告诉我一个有趣的故事。一直以来，他都发现在早期的台湾市场和当前的大陆市场，有一个“低价股效应”，即每个月买入市场上价格最低的一批股票，注意不是估值最低，而是股价最低，就能取得超额收益。这位金融城回来的师兄对此百思不得其解：股价低和企业基本面有什么关系？直到有一天他走进楼下的一家营业部，听到一段对话，才解开了心中之谜。当时有一个大叔对另一个大叔说：“快看，这个股票才两块钱，比你那个三块三的便宜！”正是这种普遍存在于个人投资者中的心理，造成了低价股策略当时在大陆市场的有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果出差或者旅游够多，你就会发现，航空业绝对是一个竞争性行业。每次在买机票的时候，公司的订票系统都会提醒你，必须选择某个时间段最便宜的机票，否则你就得给领导写一个麻烦的签报解释理由。而在自己订票的时候，绝大多数人也往往会选择价格更低的那一个，而不是选择不同的航空公司、不同的机型，甚至不同的飞机餐等（这么做的人的确有，但是数量实在不多）。对于一个行业来说，如果客户永远把重点放在比较不同公司之间的价格上，那么这样的行业一定充满竞争。事实上，航空公司通过各种信用卡活动、积分俱乐部等方式挽留客户，这本身就说明这个行业的竞争实在是很激烈。

而在2015年陷入颓势的汽车行业，未来的长期前景如何呢？要思考这个问题，宏观的数据首先告诉我们，大陆每千人的乘用车保有量大概在130辆左右，而日本和我国台湾市场的千人保有量则在400～500辆。不过，这个数据太宏观了，微观中的情况又怎样呢？要回答这个问题，我们就得去驾校看一看。事实上，现在大部分的驾校，特别是三四线城市的驾校，常常人满为患，而公安部的数据也证实了这一点，每年汽车驾驶员人数的增长速度在12%以上[1]，而且并没有下滑的迹象。

最后，再来看一个从生活中看到民族潜力的例子。一直以来，宏观经济学家都在争辩中国崛起的民族因素到底有多强。支持论者认为，凡是秉承中华文化的国家和地区（可以以1920年当地书写文字是否为汉字划分），在开始发展市场经济以后，无一例外都走上了繁荣的道路，而华裔也是美国社会最有效率的族裔之一。但是，这种族群工作上的优势在哪里可以看到呢？一个小例子可以充分说明这点。2012年以来，我家里开始网购，而我常年码字所以打字最快，结果理所当然，全家的网购任务都交给我进行。4年来，全家网购的商品没有上千件也有大几百件。而让人惊叹的是，这些跨越了千山万水的包裹居然无一丢失，这需要怎样勤劳而仔细的民族？这样的民族发展经济，又怎么可能在人均G DP还不到1万美元的时候戛然而止？

价值投资的确高于生活，光会观察生活是无法做好这一艰巨工作的。但是，价值投资又一定来自生活。没有生活中细节的支持，没有对社会每个细微角落的理解，价值投资就好比离水之鱼，注定无法远行。每一个社会的组成细节、每一个行业的运行习惯、每一群人的生活方式，才是构成价值变幻的真正基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释

[1] 此为2016年前后数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁都知道那儿钱多！

在去首都机场的路上，我问出租车司机，等会儿您是空驶回来，还是去机场排队再接个客人呢？司机斩钉截铁地说： “当然是空驶回来，机场排队接客人得要三四个小时，等不起啊！谁都知道机场回来一趟赚的钱多，就都去排队，结果这队就变这么长，谁排谁不合适啊！ ”好一句“谁都知道那儿钱多”！在商业社会中，谁都知道的机会，往往不一定能赚太多的钱。尽管这件事情往往很赚钱，但是因为参与者太多，所以要么价格太贵，要么获取成本太高。

举例来说，当“谁都知道”中国经济要转型的时候，我们就看到市场上一些新行业的公司股票会变得非常贵。而反过来，在20世纪美国股票市场的漂亮50泡沫中，由于“谁都知道”美国蓝筹股的稳定性极佳，结果漂亮50股票的PE普遍达到了六七十倍，带给蜂拥而入的投资者非常糟糕的回报。

同样，在几年前的黄金大牛市中，由于“谁都知道”全球货币体系不稳定，黄金的价格也就一举冲破了每盎司1 900美元大关。结果，今天世界的货币体系依然不是那么稳定，但是黄金的价格却逼近了1 000美元（2015年数据）。当然，黄金的边际开采成本却一直维持在900美元附近，可是这却并不是“谁都知道”的了。

同时，由于商业社会中存在许多不确定性，因此，那些“谁都知道”的东西往往还蕴含了一些“没几个人知道”的风险。由于为谁都知道的因素付出了巨大的代价，投资者也就往往没有足够的安全边际去应付那些突发事件。

举例来说，在2015年的上半年，全世界都知道A股的科技股估值极高，以至于在海外市场掀起了一股私有化并回归A股上市的热潮。但是，极少有人在这股热潮中仔细地思考A股高估值和高杠杆带来的潜在风险，以及非注册制带来的上市进程不确定性。结果，由于6月下旬以来的市场大幅波动，许多公司在私有化完成之后，却无法在A股再以高估值重新上市。而如果这些企业看到了那些“很多人不知道”的风险，采取一边私有化，一边在内地市场以相对于二级市场估值较低，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但仍然比产业估值为高的价格引入上市前财务投资者，那么它们虽然会比采取前一种“谁都知道”的资本运作方法赚取相对较少的利润，但却能够在获得仍然丰厚利润的同时，赢取更高的稳定性。

当然，人多的地方不要去，并不一定代表人少的地方就一定可以去。作为一个整体，资本市场在许多时候还是相对理性的。举例来说，在国内经济转型、传统经济下行的时候，钢铁、煤炭、水泥等企业的股票估值一直很低，而这些企业的盈利能力也确实一年不如一年。

此外，还有一种原因，导致我们在介入一个“谁都知道”的投资机会时，必须审慎思辨。当一个投资机会被大多数市场参与者所追逐的时候，流行的市场逻辑也一定试图为这种行为找到正当的理由。但是，这种理由往往是由果推因式的分析，不一定能够找到资产价格真正的决定因素。反之，如果要找到分析一个资产真正的逻辑，那么看看那些在这种资产走熊时进行的分析，往往能得到更多的启发。

所以说，人多的地方不要去，一个“谁都知道”的投资机会，往往已经不是一个最佳的投资机会。尽管由于大众的狂热，这种资产许多时候仍能产生不错的短期回报，但这种短期回报在长期，却常常给那些深陷其中的投资者带来不小的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　寻找好行业与好公司：你能和那家企业竞争吗？

万物生来并不平等。虎狼有爪牙，鹰隼会高飞，人类靠智慧，而可怜的兔子没有什么战斗力，就只能靠生殖繁衍种族：你吃的多，我生的更多，至于兔子家族过的日子好不好，也就管不了那么多了。

同样的规则，也适用于行业和企业研究：行业与行业、企业与企业之间，生来并不平等。是否有规模效应？品牌效应强吗？天然垄断的属性怎么样？有网络效应吗？客户对产品的判断力如何？等等。只有寻找到那些天然具有优势的行业和企业，才是投资的要义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九方皋相马与巴菲特选股

人人都想成为股神沃伦·巴菲特，但是世上却没有许多股神，这是为什么？巴菲特投资的秘密到底又是什么？其实，这一切的答案，早已被2 000多年前的一则故事揭示了：九方皋相马。

据《列子》记载，在选马名家伯乐年老时，秦穆公曾让他推荐继承者，伯乐就推荐了九方皋，并说：“我的儿子只能挑选良马，不能挑选天下之马。九方皋这个人能够看到别人看不到的东西，只有他才能找到世上最好的马。”于是秦穆公就请九方皋去为秦国寻找好马。3个月以后，九方皋回来了，说已经在某地找到一匹天下之马。秦穆公一听很高兴，问是怎样的马，我叫人去找来！九方皋随口说是黄色的母马。结果，秦穆公派去的人虽然找到了马，却是一匹黑色的公马。秦穆公听说以后，就对伯乐抱怨说：“你这个九方皋不行啊，连颜色公母都分不清楚，还谈什么会相马！”伯乐大吃一惊：“果真如此？九方皋相马的本领真是比我还要高出千万倍！常人看马，都只能看到外表的东西，而九方皋却只去看最内在的东西，对表面问题都视而不见，这样一定能找到最好的马。”结果，马找来以后，果然是天下第一流的马。

九方皋在相马的时候，完全无视旁人一眼就能看到的问题，却只考虑最精髓的核心。那么，巴菲特又是怎样选股的？这位老先生经常在各种场合公开表示，自己不知道股票下个月乃至明年的走势，也不关心每个月发布的经济数据：这不是和九方皋连颜色公母都分不清一样吗？那么，巴菲特考虑的又是什么问题呢？巴菲特考虑的问题看似很多，其实很简单，只有两点：企业是否具有长期竞争优势，以及买入的价格如何。

举例来说，这位股神在2002年买入中石油在香港市场的股票时，成交价对应的PB估值大概是0．5倍，而2007年A股的中石油股票上市第一天开盘价对应的PB估值大约是10倍。0．5和10，两者相差19倍，可谓天渊之别。这也就是为什么巴菲特在一家公司赚了许多钱，而不少A股投资者在同样的一家公司却铩羽而归的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，企业的长期竞争优势是由许多因素决定的。比如说，巴菲特在谈到他的重仓股可口可乐时，曾不止一次表示，可口可乐的需求是非常稳定的。人们也许可以在经济繁荣时赚很多钱、在衰退时失业，但是他们不会放弃喝可口可乐。反之，柯达这家曾经雄霸全球的影像产品公司，却栽在一个致命的问题上：人们存储影像的欲望可以被电子产品取代。但是，可口可乐为人们带来的味觉快感，很难被另一种产品取代。

柯达和可口可乐，看似都是生产消费品的公司，它们的股价、全球化的产品、完善的产业链和分销商、良好的公司治理结构等，也有许多相似之处，但两家公司却有着截然不同的命运。而决定这种命运的因素，即产品为消费者带来的享受能否被另一种产品取代，就是巴菲特考察企业的着眼点之一。这与九方皋相马，是不是有异曲同工之妙呢？

回到A股市场，在从2011年到2016年的漫长岁月中，投资者们主要的着眼点仍在小公司身上，特别是军工、信息等行业。但是这些行业真的有那么强大的长期竞争优势吗？他们的估值真的值得投资者不计成本地买入吗？如果把这些问题想明白了，聪明的投资者又怎么会看不到其中的风险呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能和那家企业竞争吗？

价值投资者如何选择长期有竞争力的企业？这个问题深究起来，可谓千头万绪。但是，复杂的企业分析问题，其实可以归结为一个简单的问题：如果有足够的资金进入这个行业，或者作为行业的竞争对手，你能和这家企业竞争吗？如果作为行业对手或者有足够资金的行业外资本，可以很轻松地和一家公司展开竞争，那么被竞争挑战的企业就很难保持长期的高利润率。反之，则企业可以自由地定出自己的价格，从而坐享长期合理的回报。下面，就让我们看一些行业和公司的例子，仔细了解一下，能否和某家公司竞争究竟是怎样的概念。

由于牌照垄断和行业约定俗成的认可造成的垄断地位，一个市场中居垄断地位的证券交易所往往很少受到挑战，香港交易所就是一家非常难以与之竞争的企业。任何资本在进入香港市场时，几乎都不会考虑建立一家交易所。正因为如此，香港交易所在过去10年中保持了大约45%的平均ROE水平，而且即使近几年ROE有所下滑，也仍然保持在20%以上的高位。

机场则是另一种非常难以与之竞争的行业。在今天选择权多半在消费者手中时，航空公司对于飞机是否降落某个机场，仍然没有太大的议价能力。同时，由于NIMB Y（notin my backyard，不要建在我家后院）的因素导致在任何一个城市，新辟一块土地建设一家新的机场，面临的困难远大于新建一家普通企业。因此，机场行业的利润率在大多数市场中都能保持非常稳定。

与机场相反，海运则是面临残酷竞争的行业。在一家企业希望把货物从A地运到B地时，有许多海运公司可以选择，而任何两家上规模、声誉良好的海运公司，其相互之间的竞争就会因为提供的产品同质化而陷入价格的攀比。

不过，企业是否面临残酷的竞争，有时候并不是由于显著的因素，如是否占有某块土地和资源等因素所导致，其实细微的消费习惯也能决定竞争是否残酷。举例来说，我们经常看到非常成功的连锁餐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饮店，如大快活、星巴克等，但是很少看到大规模的连锁高端餐厅。这是为什么呢？

原因非常细微。仔细思考就会发现，消费者在消费时，会考虑一个简单的比值，以决定是否选择一家新的餐厅。用公式表示，导致消费者选择新餐厅的思考过程可以概括为：选择不同餐厅带来的口味改善＞选择新餐厅付出的研究成本和试错成本。而导致消费者不选择新餐厅，直接去连锁餐厅就餐的思考过程，则可以表示为：选择不同餐厅带来的口味改善＜选择新餐厅付出的研究成本和试错成本。对于快餐和商务咖啡来说，由于选择不同餐厅能带来的口味改善低，因此消费者更倾向于不付出选择成本，而选择口味恒定的餐厅。反之，高端餐厅的口味差别非常大，因此消费者也就更倾向于在不同的餐厅之间仔细选择。因此，连锁高端餐厅相较于单个高端餐厅，并没有显著的竞争优势。

企业能否保持竞争优势的因素还有很多，而这种优势则是长期价值上升的保证，值得投资者一一甄别。不过，企业的竞争优势并不一定能够长期保持，科技的进步、消费习惯的改变、自然资源的迁徙等，都会导致企业丧失其竞争优势。对此，价值投资者需要格外小心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个具有长期优势的行业

在沃伦·巴菲特的“滚雪球”理论里，重要的两点就是要找到足够长的山坡，以及足够湿润的雪。在选择所投资的行业时，前者指的是一个增长速度能够长期高于整体经济的行业，而后者则可以理解为行业内公司拥有足够的护城河，以保持其利润率。这里，就让我们来看几个在当前的中国经济里能够拥有这两个属性的行业。

保险：中国的保险覆盖率远低于成熟经济体，这就导致其能够持续地享受到高于经济增速的发展速度。举例来说，中国的房屋租赁市场几乎没有保险公司的参与与覆盖，而在不少欧洲国家，没有购买保险就不能出租物业。在寿险方面，中国劳动力人口购买的寿险仍然主要以分红为目的，保障作用仍居于次席。这些缺失的细分领域都是保险行业未来需要填补的。

保险行业的问题在于，这是一个充分竞争的市场，不同公司的产品差异化微乎其微，这就导致保险公司的护城河并不深。但是，更大的保险公司依仗着更好的信誉、更广泛的网络、更节约的规模经济效应，会在行业内持续拥有比较优势。

商业服务：中国经济从粗放型转向细分型刚刚起步，企业的分工细化仍然在继续，这就导致商业服务这样一个在西方已经处于成熟状态的行业，在中国经济中方才迈出步伐。目前，越来越多的公司开始把原本被视为公司内部事务的一部分外包出去，比如饮食、制服、清洁、文字处理、账务等等，以节省更多的行政成本。在这个过程中，商业服务行业的增长速度将远高于实体经济。

由于商业服务类企业面对的客户更小众，导致这个市场的专业性更强，竞争相较直接面向消费者的行业也更不充分，同时更小的体量导致规模效应更容易发挥作用。这些都导致商业服务类行业比一般的消费类行业更容易建立自己的护城河，也更容易长久地保持较高的利润率，而这在中国这样一个国有经济仍然占主导地位的经济体中尤其明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产管理：中国由专业机构管理的资产比例远远小于成熟市场，同时资产证券化率相对仍然很低，这就导致这个行业的潜在增长速度更高。由于资产管理公司的客户转换成本不低，同时竞争者之间的差异难以量化导致客户的转换意愿相对更模糊，这个行业也就比其他行业更容易获得更高的资本回报率。

当然，以上的分析方法只是指出了这些行业的基本面情况，而是否拥有足够典型的投资标的（国内资产管理行业中的大部分公司没有上市）、股票的估值是否够合理（在2011年以后的多年里，由于小公司泡沫，商业服务行业的上市公司往往估值很贵）等等，依然是投资过程中不可缺少的考核指标。但是，寻找到有足够潜力，同时有足够护城河的行业，却又一定是长期投资中不可或缺的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好行业坏公司与坏行业好公司

价值投资者在分析企业的优劣时，往往会讨论企业所在行业的市场前景、前途如何。但是，投资者往往忽略了一个事实，尽管某个行业在经济体中可能不可或缺、可能未来发展空间很大，但是，这并不代表这个行业里的公司就一定赚钱。让我们举一个简单的例子来说明这个问题。

在每个城市的核心区开始兴建写字楼时，每栋写字楼的价格少则数亿，多则数十亿，而没有那些建筑施工企业，写字楼是绝对不可能建成的。但是，这些建筑施工企业又能在写字楼的售价中分到多少利润呢？所以，企业是否能够保持长期稳定的利润率，关键的问题不完全在于行业的重要性和前景，而在于企业的议价能力如何。

下面，让我们再来看几个行业的例子。

钢铁对于经济的发展来说不可或缺，但是，由于中国钢铁企业的产品同质化严重，钢铁企业普遍议价能力极差，过去多年中其盈利状况也非常糟糕。

饮料尤其是口味享受型饮料对于人体来说可有可无，甚至多喝有损健康，但是由于人们从中得到特有的乐趣，因而被消费者口味所认可的饮料企业，往往能够保持长期的高额利润率。类似地，龙头调味料企业也往往因此能够保持高额盈利。

对于需要购买证券类资产的投资者来说，证券公司的渠道是必由之路。但是，由于内地券商之间竞争同质化严重，同时由于第三方资金托管，导致大券商对于小券商来说信用溢价微乎其微，因而内地证券公司的利润率也就长期难以超过10% 。另一方面，在公募基金行业，尽管由于基金品种选择多样，甚至投资者也可以自行购买股票，但是由于龙头公募基金公司的规模更大，因而能够开出更高的工资，从而吸引到更好的投资人才，因此，在公募基金行业，往往龙头企业的业绩、利润率都要高于行业平均水平，也相对更容易收取更高的管理费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特曾经投资的另一个小行业，高档油画画框制造行业，则是高议价能力的另一种反映形式。尽管高档油画画框并不是非常难以生产的产品，但是由于这个行业中文化累积的因素太多，同时懂得这个行业、能够鉴别和品味油画的从业者又太少，因此，这个行业中的龙头企业面临的竞争也就很少，它们也就能够保持长期的高额利润率。

由此可见，企业是否能够保持长期的利润率，并不完全由企业所在的行业的发展决定，而更重要的因素来自企业本身是否有足够的议价能力。更重要的是，没有一个行业能够保持长期的发展，行业的起起落落在所难免。过去几年中曾经崛起，却又最终下滑，从而产生不少亏损企业的行业，如光伏行业、流行服饰行业等等，都是很好的例子。在行业的周期轮替之际，企业能否保持充分的议价能力，也就显得尤其重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不确定的市场中寻找确定的行业和企业

长期、稳定、增长、赚钱，一直是寻找好行业、好公司的重要标准。通过这种途径选择投资的标的，尽管或许会在短期输给情绪化的市场，但在长期则一定能够赚取超额收益。而发现这类投资标的的一个方法，就是把当前的中国经济与国际成熟经济体进行对比，寻找那些发展规模与中国目前经济水平的比值远不如成熟经济体平均水平的行业。如果我们能找到这种行业并进行足够的分散投资，那么就会更容易找到长期市场前景广阔的公司。

举例来说，餐巾纸在十几年前少有国人使用，而在国外则普遍被一般家庭所消费。而由于其并非昂贵的消费品，所以在中国人均收入水平提升以后，港股的恒安国际、维达国际就成了过去十几年中的超级大牛股。现在，随着餐巾纸走进千家万户，这个壁垒极低的行业里的公司，未来的日子也就不会有之前般好过。

保险行业则可能是未来的一个发展方向。相对成熟经济体，中国的保险渗透率极低，目前主要以理财而非提供保障的姿态出现在金融市场上。这与中国的人均财富保有量不高，因而保险意识不强密不可分。但是，当财富累积到一定程度的时候，国民的财富保全意识必然会提高，而保险行业也就会因此受益。

反过来，在2013年，手机游戏和互联网金融行业一起构成了当年结构性行情中的领头羊。但是，仔细分析这两个行业，则会发现它们的长期竞争优势值得怀疑。[1]

手机游戏是一个典型的几乎没有壁垒的行业，同时客户的黏性又极差。一家公司在开发出一款新游戏之后，战胜对手的唯一依赖就是客户的口味，而依靠客户喜好与选择生存的行业，如流行服饰、电影等等，多半生存十分艰难。而真正的好产品，是微软的操作系统、甲骨文的数据库这类即使客户使用体验不佳也很难放弃的产品。另一方面，手机游戏的客户黏性极差，一个玩家这个月玩这家公司的游戏，下个月很可能就会玩另一家公司的。由此可见，手机游戏必然成为一个竞争激烈、利润率低、研发费用居高不下的行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网金融则试图从技术手段上颠覆当前的金融业格局。但是，国际经验证明，金融业从来都不是一个主要依靠技术的行业，而资本的规模、商业的脉络才是这个行业的核心。不然，为什么美国经济发展到这么成熟的阶段，苹果、思科、亚马逊等科技公司都没有进入金融体系呢？难道它们不屑于赚取那些唾手可得的利润？

所以说，虽然市场的风云变幻难以把握，但是，紧抓投资标的价值，却永远是面对不确定性时所能把握到的唯一有效的确定性。

注释

[1]本节成文于2013年，彼时，手机游戏和互联网金融都是市场上的热门话题。当笔者在2016年底再次编辑时发现，手机游戏已经不再被市场频频提起，而互联网金融则随着2015—2016年P2P行业的大幅衰退一蹶不振。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中还是分散？论巴菲特和施洛斯的区别

沃伦·巴菲特有句名言大概大家都知道，就是“把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它”。许多价值投资者视这句话为金科玉律，矢志不渝地遵守，而在这些投资者中，我们也看到了相当多的成功者。但巴菲特的至交沃特·施洛斯（Walter Schloss）则是一个彻彻底底的分散投资者，据说他经常同时持有几百只股票。不同于巴菲特专注于价值、成长性、护城河等特征，从而挖掘优质企业的投资理念，施洛斯几乎从来不去公司调研，主要的投资手段是挖掘低估值的、质地至少不算太糟糕的股票，而他主要的分析手段就是阅读公司的报表。施洛斯的投资方法和巴菲特是如此不同，以至于有一次当巴菲特被问及“你和施洛斯有哪些共同点”的时候，他给出的答案是“大概是我们都不抽烟吧”。

那么到底应该分散投资，还是集中持股？法无定法，契机者妙。分散还是集中，其实并不是一个非非即是的问题。问题的关键在于，为什么而分散？为什么而集中？

对巴菲特来说，他的资金量庞大（甚至可以在2008年金融危机的时候与美国政府议价），与公司管理层的沟通能力极强。在这种情况下，他有足够的便利条件可以彻彻底底地了解一家公司。而对于施洛斯来说，他的资金量相对较小，同时美国有足够多的极其便宜的股票，而市场对这些股票的热情明显不足，这就给他足够的空间去挖掘市场定价的失衡。由于这种失衡是发生在大面积的、二三线（市值相对偏小）的公司中的，这也就决定了施洛斯的投资方法必然是分散的。

需要指出的是，施洛斯的投资理念在美国能够奏效，和美国股市对二三线公司的普遍低估值是分不开的。在施洛斯的投资信条里，有一条是“基本不买市值高于净资产的公司”。在美国，这样的公司比比皆是。更有甚者，记得在2008年金融危机的时候，曾经有家医疗公司在没有任何负债的情况下，光账面现金就大于自身的市值。这种情况，在A股并不多见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这么说来，持续高估的A股能够符合施洛斯标准的公司少之又少。那么巴菲特的集中持股策略怎么样呢？仔细分析一下，会发现巴菲特式的集中持股投资模式在A股缺少两种必要的土壤。一方面，A股的流通股投资者对上市公司的影响力之弱举世皆知。在这种情况下，投资者甚至不能够充分地了解公司的运作，更遑论对公司的运行和发展方向施加影响了。另一方面，国内资本市场的上市公司在信息披露详细程度、会计报表准确程度方面逊于美国，同时经济运行环境更加复杂、公司治理更不透明，这也就导致了A股投资者更难准确地掌握公司的真实情况，更难对公司未来的发展做出预测。

那么，到底应该集中还是分散呢？在这里，我想提出一种结合了集中和分散持股的策略：集中持有行业。一方面，A股目前还没有众多的便宜股票，可以让投资者发掘系统性的股价低估；另一方面，A股特有的不透明性又使得集中持有一些成长股可能遭遇难以预料的风险。但是，就行业来说，其大部分的信息则是公开的、可以让投资者充分了解的。那么，我们就可以在充分分析行业的基础上买入最有潜力的行业，同时通过分散投资行业内的公司规避仅持有单个公司可能带来的风险。

也许有人会质疑，经济政策的多变性导致了行业也是不可预测的。但从另一个角度来说，行业政策的出台，一般也是以行业的基本面为前提的。比如水泥和钢铁行业的整合计划是建立在两个行业大量产能过剩基础上的；高速公路行业的运费下调和物流成本常年高企不无关系；而铁路行业的大发展，则和国家幅员辽阔，铁路相对其他运输手段发展落后这样的现实密不可分。在这样的情况下，集中持有行业，既可以充分运用对客观事实的准确判断，又可以规避A股上市公司特有的不稳定性和不透明性，或许可以算是一种面面俱到的方法吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如彼得·林奇在中国

让我们做一个假设，彼得·林奇现在是一个A股的投资者。那么，他的那一套“从身边发现牛股”“股票多情种”的打法，会取得和美国一样的效果吗？

首先让我们看看“从身边发现牛股”的方法。走在街上，沉浸在工作中，我们会发现什么公司的影响力在逐渐加大？淘宝、我爱我家、顺丰快递、万得资讯、优酷、海底捞、当当、康师傅，这些都是最近几年快速渗入我们生活的公司。那么让我们去发掘一下它们的股票吧？哎呀，它们在A股都没上市。

这就是彼得·林奇的选股法在A股市场会碰到的第一个问题：林奇最擅长的事情之一，是在生活中发现成长迅速的股票。但A股的上市条件比较严格，这种严格的上市标准在从整体上试图为投资者提供一层保障的同时，付出的代价是让二级市场的投资者与许多细分板块里的公司最高速的增长阶段无缘，从而使得A股投资者成为林奇的概率小了不少。反观美国，上市公司多达数万家，很多市场只要材料齐备、真实，投资者愿意认购，则基本没有上市门槛。当然，A股的投资者不成熟，这也是当前制度采取审核制而非备案制的主因：君不见新股纷纷破发，而每每有新股上市，仍然会得到多到成熟市场投资者难以想象的超额认购。

第二个问题来自A股公司的同质化。作为有名的“股票多情种”，彼得·林奇在美国买过几千乃至上万只股票，而其中大部分的业务不尽相同。作为一个勤奋的投资经理，他挖掘了无数不被机构投资者所知的冷门股。反观A股，受限于中国市场消费能力的孱弱、消费水平的初级，A股并没有太多多元化的公司，而股票的齐涨齐跌也远较美国严重。

第三个问题来自估值。彼得·林奇在挑选公司的时候，不光看重公司的基本面，也相当看重估值。在他的书里，经常出现“市盈率高达30倍”这样的字眼。问题是，在A股很多（特别是涉及消费类）的小公司，在过去几年连所谓的“动态市盈率”都远超30倍，而这些公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增速与林奇时代美国公司的增速相比并无十分出彩的地方：甚至分红还不如后者。

当然，以上说的是“彼得·林奇的方法”在A股的应用假设，而不是彼得·林奇本人。事实上，如果彼得·林奇是一个A股投资者，凭借他敏锐的观察力和多变的投资风格，他一定会发现政府力量在A股的重要作用。数数电视里的广告、年报里披露的业务有多少和政府有关，就会很容易发现这个问题。从这个角度来说，假如彼得·林奇真的是一名A股投资者，想必他一定会更倾向于发掘那些能够从政府和国企的强大力量中受益的公司吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本地化与自然垄断：科技产业A股掘金要素概论

为什么世界上最伟大的科技公司大多在美国？有人说是美国的制度开放，有人说是美国重视教育。事实上，正如马尔科姆·格拉德威尔在《异类：不一样的成功启示录》中所指出的那样，任何成功都是有原因的：但许多不是你认为的那种。美国科技产业的成功，很大程度上取决于两点：由历史渊源和灵活的商业氛围带来的先发优势，以及科技产业赢家通吃的行业特性。

在二战以后，美国继承了世界上最多的科学家和遭受战争影响最少的社会环境，使其可以在包括计算机在内的基础科学上加大投入。当这种投入伴随着美国独特的商业氛围迅速进入商业实践领域以后，科技产业在美国就率先发展起来了。但先发优势并不是永远可以保持：美国的汽车工业、电子产品业都一度辉煌过，但之后被亚洲公司抢去了不少市场份额。为什么科技产业的先发优势就可以保持得如此完好？这与科技产业的赢家通吃特点有很大关系。

在大多数产业里，因为各方面的差异化，一家公司的产品比另一家公司略好一点，并不会抢走全部的市场份额：地理位置的不同产生了运输成本，使得水泥企业很难跨区域竞争；购物距离让我们不会每次都去便宜的大超市买东西，东西贵一点的楼下小卖部也就得以生存；多样化的需求和设计使得日本车、美国车、韩国车和国产车各自大行其道；语言文字的多样性注定了《哈利波特》和《天龙八部》互相很难霸占对方的市场。同时，大部分产业的产品销售并不会构成天然垄断：妻子用日本车不会妨碍丈夫用德国车；今天吃的是国产榨菜，明天你可以换个口味吃韩国泡菜；在银行有存款的人也可以再买一点货币基金。

但是，对于科技产业来说，产品的替代性所受到的阻碍微乎其微，全世界的电脑使用者都可以使用Windows操作系统，而同时它的天然垄断性导致其产品一旦被采用就很难被替代：很少有公司里一半员工用Linux、一半用Windows。极其便捷的替代性和天然垄断，以及研发科技产品所需要的高投入导致美国一旦在科技产业得到了先发优势，就很难被取代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国已经在全球建立了以英语为主的科技产业圈以后，中国的科技产业出路何在？从当前来看，科技产业的细分产业主要有三块：全球通用软件的研发、硬件、本地软件的开发与应用。下面就让我们一一盘点中国在这三块的地位如何。

从全球通用软件的研发来看，由于英语已经成为软件界的通用语言，而中国也缺乏如硅谷般尖端的软件研发基地，所以中国的后发劣势是相当明显的。虽然出于国防和主权独立的需要，诸如北斗系统的研发仍然值得投入，但就商业领域来说，在通用软件方面的研发可以说是吃力不讨好的。事实上，过去20年我们也很少在中国看到以开发全球通用软件而做大做强的公司。

就手机、电脑等硬件来说，目前的全球竞争已经足够激烈。诺基亚之后，东北亚和美国的产品基本两分天下。中国目前的制造工艺仍然在这两者之后，所能占据的市场份额主要集中在低端、廉价的产品上。但是，低端产品依赖于两个要素，需要低廉的人工成本、不够严格的环保要求作为生产低价产品的保障，同时也需要大量的低端消费者作为购买群体。随着中国经济的发展和环保体系的健全，这一细分产业的空间只会越来越小。同时，这一细分产业的利润率也不高。

中国的科技产业最大的机会也许在第三块：本地软件开发与应用。由于中国有着自身特殊的文化和消费需求，发展水平不高的新兴市场经济，以及一些政府制定的行业保护，导致中国的本地软件开发和应用有着很多的细分市场和很大的市场空间。而在这些细分市场里取得持久的成功则需要满足两点：找到本地特殊的需求，并在满足它以后建立自然垄断。

举例来说，腾讯的QQ在满足聊天需求的同时，增加了如游戏等许多本地客户有特殊需求的产品，使得QQ的覆盖率超过海外软件，并随之在聊天这个具有自然垄断特征的细分市场上建立垄断地位，腾讯控股也因此成为香港市场上的超级牛股。

在淘宝来说，中国独特的、由小商家和工厂组成的销售环境，覆盖全国范围的连锁企业匮乏所导致的价格不透明和产品供货渠道不统一，以及廉价人力成本带来的低廉的快递费用是构成淘宝商业模式必需的要素，而这三个要素在发达经济体中都是缺乏的。在满足了由于缺乏全国性覆盖的零售网络而饥渴的终端需求之下，淘宝在细分市场上也形成了自然垄断，从而成就了公司今天的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，由于满足本地需求并建立自然垄断并不是一个简单的工作，找到下一个腾讯、淘宝也就绝非一件容易的事情，而科技股的估值又往往很高（尤其在A股），这些也都是投资科技股时所必须考虑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何寻找具有长期优势的公司

在价值投资的框架中，“又好又便宜”是投资大师们的不二法则。便宜容易理解，估值越低，自然就越便宜。但是，我们如何理解“好”呢？这里，就让我们来看一看，应该遵从怎样的步骤，寻找具有长期投资价值的公司。值得指出的是，这里所说的“长期”，指的是至少5年以上，甚至长达10～20年的周期，而不是一些短线投资者理解的1～3年就算长期。

总体来说，选择具有长期投资价值的公司，可以分为以下4个自上而下的步骤：寻找优秀的经济体，寻找空间巨大的行业，寻找能够产生有竞争壁垒公司的行业，寻找行业内能够持续保持竞争优势的公司。下面，就让我们配合一些例子，一一讨论这些方面。

（一）寻找优秀的经济体。如果一个经济体不够优秀，那么在其中寻找公司的努力无疑会变得非常艰难。举例来说，委内瑞拉近年来局势混乱，而2008年的津巴布韦甚至印下了面额为100万亿的纸币（目前中国的M2也不过约150万亿元人民币）。在这样的经济体里，试图找到好的公司，无疑是非常艰难的。

不过，优秀的经济体并不等同于一帆风顺的经济体。在一帆风顺、处于繁荣周期的经济体中，资产的价格往往贵得让人很不开心，而高价买入本身就是一件折损长期价值的事情。优秀的经济体指的主要是两个方面：在长期能够保持稳定，并且能够在将来有所发展。从这个角度来看，即使是过去25年的日本市场，虽然不够理想（几乎完全没有增长），但是也不应当被投资者放弃：因为它虽然没有增长，但足够稳定，并没有产生大混乱，这就为我们找到细分行业中的独特公司提供了稳定的平台。

（二）寻找空间巨大的行业。在找到了一个足够稳定、长期增长也可以预期的经济体作为载体以后，投资者就需要开始寻找一个好的行业。好行业的概念主要有两点：空间足够大，或者能够产生有足够竞争壁垒的公司。这里，先让我们来看第一个因素，空间足够大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于同一个经济体中不同的行业来说，由于经济发展阶段的不同，它们的发展空间也不一样大。而一个空间巨大的行业，无疑更容易产生长期优秀的公司。举例来说，目前中国的水泥、钢铁等行业，其规模明显已经与中国人均GDP在全球的地位不符，这些行业的蛋糕继续扩大，无疑非常困难。但是中国的保险、航空、大飞机制造等行业，相对全球发展水平则极为落后。

在寻找行业空间，进行一个行业的全球比较时，也需要注意不要陷入“特殊标的误区”，即仅和一些特殊的国家进行比较，而不注意全球大多数国家和地区该行业的平均发展水平，从而错误地得出“一个行业的空间仍然很大”的结论。比如说，如果我们和韩国比泡菜类食品的人均消费量，和日本比海鲜的人均消费量，和德国比啤酒的人均消费量，和美国比汽车、牛奶的人均消费量和飞机的保有量（美国历史上就是一个航空大国），和沙特比石油的人均使用量，和瑞士比金融业的GDP贡献权重，和俄罗斯比烈酒的人均消费量，无疑都会得到非常错误的结论，因为这些国家的这些特定行业，都是出名的强大和具有特色。

（三）寻找能够产生有竞争壁垒公司的行业。在寻找优秀的行业时，我们需要注意的是，行业发展空间并不是唯一的指标（尽管它是一个看起来非常明显的指标）。在硬币的另一面，一个行业是否能够容纳拥有强大竞争壁垒的公司，也是判断一个行业是否优秀的重要标准。鉴于这个话题的理论探讨过于枯燥，还是让我们通过一些例子来阐述这个概念。

举例来说，定制正装行业，就是一个非常容易产生壁垒的行业。在成熟经济体中，我们很少看到连锁的、巨无霸型的定制正装企业，因为定制的正装因人而异，裁缝的好坏而不是规模的大小，才是客户满意的基石。而客户更换裁缝、重新沟通自己各种细致需求的成本，也非常之高。也就是说，这个行业几乎没有规模优势，而一家小而精、拥有忠实客户的定制正装店，可以过得非常滋润。

反之，零售行业则是一个对于小型企业来说非常难以保持竞争壁垒的行业。大的零售商，如沃尔玛、淘宝（线上零售商也是零售商）等等，可以轻松取得规模优势，进而碾压小型零售商。

不过，零售行业并不是一个不能找到竞争壁垒的行业，而它的竞争壁垒就在大型零售商身上。这些大型零售商的规模足够大，一方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得它可以获得低廉的房租、低廉的供货成本、供货商慷慨的账期等等，另一方面对于消费者来说，在大型零售店采购的效率远高于造访一家家小零售店。因此，大型零售商往往能取得优异的竞争壁垒。

一个可能可以说基本没有竞争壁垒的行业，是流行服饰尤其是定位在青少年的流行服饰行业。由于这个行业太依赖客户的品位和流行的风尚，而这两者都是如此的飘忽不定（男士正装、奢侈品配饰相对要好一些），因此流行服饰行业非常难以取得持久、稳定、可以被投资者预测的竞争壁垒。另外一些不容易取得竞争壁垒的行业，则包括智能手机、个人电脑、手机游戏等等。它们的共同特点，都是以客户的口味为产品导向，而同时客户在这方面的口味又是如此飘忽不定，以至于能抓住它们的公司也并不固定。

而客户的口味并不是在所有的产品上都是飘忽不定的。在一些特定的方面，它们却十分稳定。比如，沃伦·巴菲特先生常常提及的剃须刀行业就是如此：男士怎么会在意自己的剃须刀款式是不是今夏最流行的呢？空调行业也是一个类似的行业：又有谁会在意自己家的空调外挂机是否符合流行的造型呢？同时，调味料也是一个类似的行业：你愿意尝试今冬最流行的火锅底料，还是愿意吃你自己最爱吃的那款呢？会计师事务所也是一个类似的行业：更换会计师事务所绝对不是一件只看心情的事情。

（四）寻找行业内能够持续保持竞争优势的公司。寻找长期优秀公司的最后一层，则是在行业中寻找能够保持竞争优势的公司。

这种优势是多方面的，可能来自一个优秀的管理团队（在资产管理行业这点尤为重要），可能来自一项自然资源的垄断（比如水电、机场等行业常常如此），可能来自一个地域的网络垄断（比如一座城市的天然气管道公司，重建一个这样的网络几乎是不可能的），可能来自一项特别重要的专利（不过这种优势很难确认，除非你是行业里的专家），可能是一项符合国家未来几年投资方向的公司（经常出现在基础设施建设中），可能是一家形成了天然垄断的公司（互联网行业中的巨头常常拥有这种优势），也可能是一个刚刚发现巨大行业空间的公司（在中国欠发达的地区常常能找到这类初创企业），如此种种，不一而足。所以，对于挖掘在行业内能够持续保持竞争优势的公司来说，投资者很难找到一定的、可以简单套用的模式，而需要仔细观察生活、社会，寻找其中的点点滴滴，然后加以辩证分析、总结，最后得到高正确率的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要指出的是，对于寻找具体公司的优势这个问题，你不可能保证自己的判断每次都对，但是高正确率、高判断次数和足够分散的持仓和仓位，足以解决这一问题。

综上所述，在经历了寻找好的经济体、有空间的行业、容易产生壁垒的行业和具有竞争优势的企业以后，价值投资者基本上可以找到一批长期优秀的公司了。在此基础上，再配合以寻找在两个维度上的低估值，包括绝对的低估值（4～8倍市盈率可以作为一个判断的标准）和相对的低估值（两家基本相同的公司，是不是有一家明显更便宜？这也就是我们常说的套利），就构成了价值投资“又好又便宜”的基础，也就给予了价值投资者更大的概率，在长期取得优异的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模效应细说

在同一行业里，越大的公司往往越容易赚钱。这一在当前小公司股票估值严重虚高的A股市场里看似笑谈的理论，在实际商业社会中却真实存在。而在经济学理论中，则将其称为“规模效应”。导致规模效应的原因有多个方面，其中最主要的是成本优势和品牌认知。举例来说，成本优势意味着越大的公司采购量越大，因而可以争取到的价格就越低；品牌效应则主要体现在越大型的企业，其商品品牌越被消费者所信赖，销售也就越容易，毛利率也越高。

不过，并不是所有行业都会产生显著的规模效应。在有些难以受益于更大生产规模的行业中，我们就很难看到大公司比小公司更有优势，因而我们也就很难看到其中产生大公司：因为小公司没有动力收购别人，或者被别人收购，以组成大公司。

举例来说，理发、手工艺术品雕刻行业等都属于此类，而之所以我们看到私人诊所中最多的一类是牙科，也是因为牙科不需要大量的密集资本，因而也就成为医院各科室中最难以获得规模优势、最容易让医生自主创业的。而在工业化的发达西方农业市场，我们常常会看到肉类的价格远低于蔬菜和水果（比如草莓），这也是由肉类的生产和加工更便于规模化进行所导致的。

但是，在公开交易的资本市场上，我们很难看到以上所描述的、不怎么受规模效应影响的行业，理由很简单，在难以受益于规模效应的行业中，很难产生大公司，同时此类公司对资本的要求也比较少，因而这样的行业中很难产生上市公司。

看一下A股上市公司的数据就会发现，规模效应在大多数行业中普遍存在。一般来说，同一个行业里，规模越大的公司，ROE也就越高。

除去较为常见的成本优势和品牌认知，规模效应还有第三个不常见的原因，即群聚效应，主要指新增加的客户会带来更多新增的客户，从而形成正向循环。不过，群聚效应较为罕见。在大多数时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大企业主要受益于成本优势和品牌认知。但是，群聚效应却常常能造就非常成功的大型企业。

举例来说，微软的Office系统现有客户群的增加会导致更多的客户必须选择Office系统的文件格式，否则自己的文档将无法被别人所阅读；腾讯的QQ和微信也存在同样的效应，当一个新用户发现自己的好友都在使用这两款聊天软件时，他也就别无选择；淘宝也是一个典型的例子，当所有的买家和卖家都在这个生态环境中时，新客户就很难再选择其他平台。可以看到，以上三家企业都受益于群聚效应，而它们的增长也都是惊人的。

回到资本市场，尽管A股市场的投资者很多时候并不喜欢大公司的股票，但这种投资行为并没能改变公司的基本面，反而给聪明的投资者更好、更便宜的买入机会。

为什么不能在A股学习彼得·林奇的小公司购买术

如果让我们评判一家公司的盈利能力和长期竞争力，我们会倾向于一家大公司还是一家小公司？答案很明显，大公司相比小公司在大多数时候有着更强的竞争力，而这种更强的竞争力来自许多方面。

首先，大公司的单位管理成本更低。保险行业就是一个典型的例子，每家保险公司都需要建设自己的资产管理部门、后台运营与维护部门等等，而分摊到每份保单上的这些后台部门的成本，在大公司来说必然比小公司低，这也就意味着大保险公司要么拥有更高的盈利能力，要么能够以更优惠的保单价格抢占更大的市场份额。

其次，大公司的品牌效应更强，而小公司相对更难以获得品牌溢价。这种现象在消费者对品牌认知度更高的行业里尤其重要。举例来说，中药制造企业就面临这样的问题，消费者在购买中药时，由于无法准确鉴别不同品牌中药的质量，因而更容易为知名品牌付出更高的价格。在家电、高端机械等行业中，这样的效应也同样存在。

最后，大公司在对银行、政府的谈判过程中，更容易得到规模溢价，即更容易争取到更好的价格。比如，大型汽车制造公司能够获得比小公司更高的银行评级，因此也更容易申请到优惠的贷款利率，而全国性的大银行在与地方政府的谈判中，其话语权也往往强于地区性的小银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在以上三个主要因素之外，导致大公司比小公司具有更强盈利能力的因素还有很多，比如管理更加规范、跨市场领域更广导致波动性更低等等。因此，在全球主要的资本市场中，以重置成本计算的大公司的估值，普遍比小公司高，而大公司的总体盈利能力也往往比小公司强。这种现象不光在成熟市场如美国、英国、日本等存在，在新兴市场也同样存在，如印度、巴西、阿根廷等等。

但是，为什么有很多海外知名基金经理，代表人物如彼得·林奇，都以购买小盘股出名？这是因为在海外资本市场，由于投资者对小公司相对更为漠视，导致小公司的估值普遍较蓝筹股更低（而不是A股现在所反映出来的更高），同时上市小公司的数量又更多，因而勤奋又细致的投资经理更容易在浩如烟海的小公司中发现一些更优秀的投资标的。事实上，以购买小公司出名的彼得·林奇曾经提出过PE和PB的乘积不能大于30这个判断小公司估值的标准，而在过去多年中，符合这项标准的A股小公司少之又少。

此外，由于小公司更小的规模导致其在有能力的管理者领导下效率会更高，同时企业转型更加便捷，这也就导致优秀的一小部分小公司，其增长会高于市场平均水平。但是，这种现象并不会在所有小公司身上都得到体现。因此，这些以购买小公司股票取得优秀业绩的海外投资经理，并不是依靠购买一篮子小公司股票，而是优中选优地购买一小撮估值极低，同时优异的基本面又不为人知的小公司股票。但是，这种标的在A股却不容易找到。当面对估值只有小公司几分之一，而盈利能力却强于后者的蓝筹股，更优的长期大类资产选择，一定不是简单地照搬彼得·林奇的小公司购买法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科技公司与电商的护城河

坦白地说，我并不太懂大部分的科技公司，因为那些技术实在太专业，需要准确理解它们在行业内的定位，需要的知识又太广博。要知道，能描述一个行业、给出一些解释是一回事，能准确地判断一个行业的动向并做出成功的投资是另一回事。但是，撇开繁杂的科技细节，传统的经济规律仍然可以为高端洋气的科技公司带来护城河，而恰恰是这种传统的护城河，而不是高精尖的科技，在很多时候能够成就伟大的科技公司。

让我们来看看这一连串科技公司的名单：微软、苹果、甲骨文、谷歌、亚马逊、阿里巴巴、腾讯、国际商业机器公司（IBM）、美国在线（AOL）。它们之间有什么共同点，有什么区别？从商业模式来说，这些公司的成功类别无外乎三类：依靠天然垄断构建的独立王国，依靠资本堆砌和知识产权保护组成的规模效应，以及经过充分竞争奠定的领先地位。

对投资者来说，第一类公司无疑是最理想的：垄断难以建立，一旦建立则难以动摇。这意味着这类公司会持续带来更稳定的回报，同时可以对客户收取更高的费用。阿里巴巴、亚马逊、腾讯、谷歌是这类公司的典型。如果下次你能再发现类似的客户越多垄断性就越强，同时垄断性越强客户就越多的公司，请一定不要放走它。

第二类公司依靠长期的资本累积组成强大的资本帝国，同时发达国家先进的专利保护，使得它们能够依据这种优势取得优异的回报。这类公司包括微软、甲骨文、转型以后的国际商业机器公司和美国在线。资本的多少对这种公司至关重要，而缺乏资本的对手一般无法生产出类似的产品。此外，已经投入的资本一般都有不错的累积性，不会因为时间的流逝而丧失太多的价值。相对地，这类公司的资本开支一般都要大于第一种，同时缺乏垄断性使得它们偶尔也会面临同样规模对手的竞争。总体来说，这类公司的利润会差一些，同时增长也不够快。不过，稳定性还算不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一类公司最辛苦，这些公司一般以生产相互之间没有太大关联性的消费类产品为主。比如说，它们生产手机和个人电脑，而不是操作软件，这就使得它们的客户黏性非常差。这类公司需要不断生产最优质的产品，而它们的产品不断遭遇来自竞争对手的挑战，稍有大意，它们的优势就不能保持。同时，单个产品的独立性强，导致客户的黏性极低。最后，它们生产的产品多为独立消费类产品，导致在之前累积的资本也不能给它们带来太多的护城河。这类公司包括苹果、转型以前的国际商业机器公司等等。虽然这类公司———比如苹果———也能成为伟大的公司，但无论它们多么杰出，仍然面临无可逃避的挑战。[1]对于企业家，这种挑战可以成就他们传奇的经验，但是对投资者却意味着更多的波动性和更少的确定性：你能确定你买了苹果，而不是诺基亚或者黑莓吗？

回到A股如火如荼、动辄百倍市盈率的网络科技股上，属于前两类的公司又有多少呢？大部分公司并没有足够的护城河，它们都在第三类公司的领域内拼杀。这些公司成功的概率到底有多大呢？它们真的值得动辄上百倍PE、十几倍乃至数十倍PB的估值吗？

电商行业具有垄断性

和传统的市场一样，电商行业是一个极具天然垄断性的行业，一个电商平台有越多的买家，就会聚拢越多的卖家，而有越多的卖家，就会有越多的买家。这也就是我们现在看到淘宝、京东几乎垄断了这个市场的原因。挑战一家已经具有垄断优势的电商企业，需要改变数亿消费者和几千万商家的习惯，这是非常困难的。垄断优势一旦形成，电商企业对客户的议价能力就会非常强，这也是龙头电商企业利润率很高的原因。但是，成长初期的电商企业则具有天然的劣势，消费者需要改变消费习惯使用一家新的平台，商家也需要忍受新平台更少的客源，这种改变需要强大的动力，而这种动力极难获取。

另外，我们需要看到，虽然电商行业的垄断性会导致竞争缺失，但一旦有两家同等规模的电商企业同时存在，它们之间是没有本质差异的。甚至可以说，两家同级别电商之间的差异，比传统商场和市场更小。传统市场至少仍然拥有地域方面的优势，一家市场对于离自己更近的客户来说，总是一个更好的选择。但是对于客户点点鼠标就可以浏览的电商来说，两家之间并没有明显的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电商企业也看到了差异化太小这一问题，因此电商企业也不断在各个方面试图增强自己的差异性，比如互联网金融、市政缴费联网等等。不幸的是，任何一家电商的模式都可以被对手模仿，在技术方面，互联网行业并没有天然的屏障。

对于投资来说，电商行业有两个致命的劣势，估值太贵，创立者都太熟悉资本运作。一方面，由于电商行业潜在扩张空间巨大，又是顶尖的科技产业，因此很难以便宜的价格买到优质企业。而由于不是重资产行业，能以便宜价格买到的问题企业发生反转的概率不大。另一方面，由于电商行业的创立者大多与资本运作方关系紧密，又对自己的企业比投资者更为了解，因此优质电商企业一旦价格下挫，往往会选择私有化，这就导致二级市场投资者难以进行逆向投资。

不管怎么说，电商行业仍然是引领中国消费的顶尖行业，创造了大量（可能是最多）新增就业的行业，这个行业非常值得持续关注。

注释

[1]本节写作于2013年，最近几年，苹果的生态系统开始让这家公司和以前有所不同———而这可能也是巴菲特开始买入它的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票中的债券：机场行业优劣细谈

机场行业的优点在于，这是一个几乎没有竞争的行业。同时，它们的客户（航空公司）对机场也几乎没有议价能力。除了一部分相距过近的机场以外，机场之间几乎不形成竞争。而相距较近的机场，如深圳机场之于白云机场，其在客运方面也几乎没有竞争，在货运方面的竞争一旦牵涉到时效性，也会变得十分有限。不过，高铁的发展在一定程度上与机场形成了竞争。传统的理论认为3小时以下的旅行高铁占优，3小时以上则航空业占优，但是如果考虑到飞机延误、机场相对高铁站离城区更远等因素，3小时明显是一个低估了的数字。

由于受到NIMBY现象的影响，以及机场占地过大，同时也受制于城市整体发展的政策影响，一个地区的机场很难受到来自另一个机场的挑战，重复建设也几乎是不可能的事情。而为了方便运营，即使一个城市需要两个机场，也常常由一家公司进行管辖，在中国市场尤其如此。

另外，机场是一个典型两极分化的行业。对于人口众多、商业繁忙地区的机场来说，全国的机场建设得越多，其生意就越好。同时，对于小地方的机场来说，由于航空器起降次数不足，因此很难稳定盈利。但是，不盈利的小机场数量越多，大机场的航空器起降数量就会越多，盈利就会越稳定。由于没有竞争，机场一旦达到繁忙的标准（多半来自本地区的繁荣），其盈利能力就十分稳定，属于典型的“谁都能管好的公司”。

同时，与航空公司可能遭受航空意外从而导致声誉大跌不同，机场行业几乎不存在此类风险。一方面，机场的技术相对稳定，意外发生的概率较低；另一方面，机场即使发生一些意外，比如廊桥垮塌等事件，公众也会认为“这种简单的意外并不难以纠正，所以不必因此不再信任这家机场” （2016年虹桥机场险撞机事件后，并没有证据证明公众因此显著减少坐飞机到上海，即是一个例子）。而航空公司则不同，“恐飞症”在民众中普遍存在，民众对航空技术仍然存有疑虑。这就导致航空公司一旦出现意外，民众对该航空公司的信心就会迅速跌落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机场的问题之一，主要在于盈利能力难以大幅提升。作为公用事业行业，机场的ROE很难变得很高，一般来说10%～15%是一个比较理想的状态，高于15%几乎不可能。

由于扩张费时费力，需要建设新的机场绝非易事，因此机场的扩张显得相对缓慢，没有吸引力。这就导致机场行业很难取得很高的估值：这个行业太简单、太没有故事可讲。如果需要扩张，则对机场来说会产生一笔不小的支出，也就会导致短期业绩受到极大压迫。不过，由于扩张以后的顺利投产和盈利几乎是确定性的（这点与制造业企业完全不同），机场在扩建中产生的亏损，如果被短视的资本市场解读为利空，则会构成一个极佳的买入机会。此外，中国目前人均航空里程数与全球主流国家相比，仍有巨大差距，而货运需求也越来越强。从这个角度来看，航空行业仍然大有可为，中国的机场行业的成长性无疑要优于成熟市场。

不过，尽管机场一般来说很难受到经济波动的影响，盈利在大多数时候也会保持稳定，但是不排除本地区经济，特别是旅游带来的游客数量大幅波动时，机场的客流量会产生巨大的波动。

总结来看，目前上市的大型机场由于已经坐拥繁华地区，同时形成天然垄断，因此盈利稳定，几乎不会发生太大的波动。可以说，机场行业是“股票中的债券”。同时，这个行业缺乏足够的想象力，估值很难变得非常昂贵，因此贵卖贱买的策略对于机场行业来说就格外适用。当然，如果本地区的经济发展情况异于常态，则机场行业仍然可能产生较大的基本面波动。这种情况在旅游城市出现的概率相对较高，特别在旅游热点迁移的时候，如中国游客大量涌入澳大利亚等，发生的概率就特别大。而在这种时候，机场行业的估值，也就不一定永远一潭死水。

机场行业有强大的防范竞争者的能力。由于需要占用大量的土地，任何一个城市重复建设机场都会导致巨大的、难以挽回的浪费，因此，机场的建设在大多数国家和地区都不是完全的自由商业行为，从而避免了过度竞争。在这种情况下，对于机场企业来说，只要飞机起降架次足够多，利润率就能够保证。因此，在大多数市场，机场类上市公司的基本面在长期表现都还算不错。举例来说，北京首都机场的股价在2005—2015年跑赢了恒生指数，跑平了恒生全收益指数，波动率却更小，而悉尼机场的股价也在2002—2015年跑赢了MSCI澳大利亚本地货币全收益指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与机场相反，海运则是面临残酷竞争的行业。在一家企业希望把货物从A地运到B地时，它会有许多海运公司可以选择，而任何两家上规模、声誉良好的海运公司，其互相之间的竞争就会因为提供的产品同质化，而陷入价格的竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费品行业细说

一直以来，消费品行业的投资者都在寻找那些能给企业带来更高利润率的品牌，因为这些品牌往往比其他经济因素更容易长久保持，从而造就伟大的公司。但是，很多别的因素往往也能给企业在短期乃至长期带来相比竞争对手更高的利润率，而这些因素的作用常常被误认为是由于更优秀的品牌导致的。原因很简单，当一个企业的产品在任何一种因素的作用下成功地占领了更大的市场时，它的品牌一定广为人知。但是闻名的品牌并不一定是能够带来更高利润率的品牌，即“真正能赚钱的品牌”，而投资者在分析企业时，往往容易犯“从结果找原因”的错误，从而把其他因素所产生的作用错误地归结于企业拥有能赚钱的品牌之上。

但是，成功的经营造就闻名的品牌和能赚钱的品牌导致高利润率的经营，两者截然不同：前者并不能依靠品牌的存在而维系，而后者在竞争对手也取得了同样的经济要素之后，仍然能够帮助企业脱颖而出。下面，就让我们看看通常有哪些因素，会导致投资者误认为一家公司拥有真正能够赚钱的品牌。

（一）规模经济。规模经济效应是最容易被误认为品牌效应的因素。一般来说，同行业内更大的企业，其单位产品所荷载的后台支持部门要小于竞争对手，同时它对供应商的议价能力也更高，这种规模经济带来的天然优势能给企业带来高于本行业平均水平的利润率。同时，恰恰由于规模经济往往为行业内规模更大的企业所享有，而规模更大的企业，其产品也更为流行，因此投资者经常容易将规模经济带来的比较优势，误认为是赚钱的品牌所带来的比较优势。

鉴别这种伪品牌效应的方法很简单。尽管在企业的层面上能够依靠规模经济取得更高的利润率，但是消费者却不肯为企业的产品付出比相似质量的竞争对手产品更高的价格，企业优于同行的利润率也就不能通过产品的溢价取得。也就是说，品牌并没有赚钱。在大众型汽车、日常食品和饮料、个人电脑、智能手机等行业里，我们经常能够看到这种现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）行业景气周期。当一个行业处于典型的景气周期时，其中的公司多半能够取得远高于其他行业的利润率以及扩张速度。在这种情况下，企业多半将这种易如反掌的成功归结于自身优秀的产品和高忠诚度的品牌。但是事实上，更重要的影响力来自在行业景气时，市场往往处于供不应求的状态，卖方市场导致企业的经营非常容易。这时，客户对产品的挑剔程度的下降往往被误认为品牌盈利能力的出众。

在内地市场的房地产上行周期中，不少与房地产行业相关的附属消费行业，都存在这种“由经济周期带来的正面效应被误认为是品牌效应”的现象。这包括装饰装修行业和大部分家电行业。此外，在运动型多用途汽车、电影与娱乐等行业中，也存在此类现象。

（三）流行喜好。在以符合大众口味制胜的行业中，流行喜好往往成为公司在短期制胜的关键，这类行业中比较典型的即是大众服饰行业。在《引爆点》一书中，马尔科姆·格拉德威尔仔细讨论了流行趋势的兴起和衰落。由于流行趋势的兴衰主要取决于人际影响乘数效应，即微小的数据差异经过多次的累积叠加后相乘所得的效应可以导致巨大的差别。因此在力图迎合大众口味的行业中，流行的产品和沉寂的产品之间，产品本身的差距可能并不大，而巧合的作用可能超出想象。在这种情况下，一种当前流行的品牌很可能并非由于消费者对它有太多根深蒂固的认可，而其流行只是流行趋势的结果。反之，流行趋势一旦改变，这一品牌的认可度就会下降。在港股和A股上市的服饰品牌中，我们曾经看到许多这样的例子。

能够导致品牌更加知名的因素还有很多，比如网络效应、产品质量认可等等。事实上，鉴别品牌是否能够真正增加企业的利润率的方法，就是观察消费者是否愿意长期为这一品牌付出高于类似品质商品的价格。如果答案是肯定的，那么品牌的所有者很可能是一个能够在长期点石成金的企业。反之，品牌本身就难以对企业的价值起到太大的促进作用，我们也就需要分析那些真正导致品牌知名度提高和企业成功的因素。

调味料与糖果：论产品的相对价值

企业的长期竞争优势来自很多方面，如技术领先、资源垄断等等。但是，有一项并不常被投资者注意的因素，也为一些企业提供了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强大的长期优势，这就是企业生产的产品对客户的重要性和其占客户预算比例大小之间的比值，就让我们将其称为产品的相对价值比例。

在很多情况下，客户在采购某种产品时，并不为了消费该产品本身，而是为了某一需要利用各种产品的活动。举例来说，家庭主妇做饭的时候需要买主食、蔬菜、鱼肉、调味料等等。那么，其中任何一项产品对做饭效果好坏的影响程度，与其所消耗的整体做饭预算的百分比，就构成了该产品的相对价值比例。由此可知，一项产品的相对价值比例越高，意味着它对客户来说越重要，同时客户在它身上花的钱相对来说越少。在这种情况下，客户也就越愿意为这项产品的质量提升付出更高的溢价。反之，则产品对客户的重要性越低，同时占客户预算的比例越高，客户也就越不愿意为产品质量付出溢价。

就上述例子来说，在主食、蔬菜、鱼肉、调味料四种产品中，哪一种的相对价值比例最高？很明显，是调味料。一般来说，调味料的价格占家庭预算很小，但是对餐饮口味的重要性却很高，因此，我们很容易在调味料行业看到盈利能力非常强的企业。具体来看，国内市场的老干妈、海天味业等等都属于此类。家庭主妇在认可了一种品牌以后，一般不愿意仅因为可以少花一点钱而去使用新的调味料，因为调味料对烹饪来说太过重要，而它们花的钱又实在太少。

事实上，非主食类食品行业常常会产生企业相对价值凸显的子行业，让我们再来看一个例子。在描述自己的爱股See’□s Candy时，沃伦·巴菲特就曾经这样分析：这家位于加州的企业所生产的糖果，被认为是表达爱情的最重要的物品之一。所以，在情人节的时候，男士们绝对不会因为See’□s Candy涨价就购买其他品牌的糖果，这就是它的优势。由于See’□s Candy这种糖果对于加州人的特殊意义，其对于制造浪漫气氛来说非常重要，但是其花费占整个情人节的花费比例并不高，所以，其产品的相对价值就非常之高。See’□s Candy对加州的情人们在制造浪漫方面的意义，恰恰与茅台、五粮液等精品白酒对中国商人们在营造融洽的商业氛围方面的意义相仿。对于中国的商人们来说，在谈判中营造融洽的商业氛围是十分重要的，而高档白酒的价格相对于商业合同的金额来说如同九牛一毛。因此，高档白酒在中国这种特殊的市场就有了极高的相对价值，恰如See’□s Candy在加州受到的优待一样。

除了以上所提到的食品以外，拥有相对价值的产品和行业还有不少。比如精密机械和高品质钢铁对于机械行业就具有很高的相对价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，因此许多德国、日本的高精机器生产企业就可以享受极高的利润率。金融资讯产品对金融企业来说具有极高的相对价值：金融企业缺乏资讯产品就难以生存，但是资讯产品的价格相对金融企业庞大的开支则显得微不足道，因此我们也就看到彭博、汤森路透等企业屡获成功（其中也有一些天然网络效应和规模效应的作用）。此外，保健品行业、职业教育行业、对冲基金行业等也经常受益于较高的产品相对价值。

当然，产品的相对价值仅仅是影响企业的一个方面，许多成功企业也并不具备这种优势。同时，即使在具有高相对价值产品的行业中，一般也只有受客户信赖的龙头企业能够享受到这种优势。但是，更高的相对价值的确创造了一批成功的企业，而这些企业的长期优势也在这种效应的帮助下更容易维持，企业的利润率也更高，它们自然也就更容易为投资者带来长期的超额回报。

甄别叠加周期性的伪消费股

周期性行业是一个在市场里经常能听到的词。但事实上，由于所处位置不同，不同行业的周期性并不一样。同时，有些时候周期性行业也会伪装成消费行业出现，以至于投资者误判它们的属性与风险。

当一个行业开始增长的时候，其上游的行业往往会增长得相对快一些，而上游行业的上游行业则会增长得更快。一个典型的例子来自波罗的海指数：在2007年以前的市场中，全球经济特别是中国经济一片繁荣，这种繁荣导致对大宗商品的需求增加，而增加的幅度则超过经济的繁荣程度；最后，作为链条的最后一环，航运运费的增长就达到让人匪夷所思的地步，以至于波罗的海指数从1 000点几乎上涨到了12 000点（当商品价格上涨了50%的时候，贸易商不会介意多付100%的航运费，只要货物能按时送达）。而当整个行业之间的传导反过来的时候，波罗的海指数也就重新跌回了1 000点附近。

行业间叠加产生的传导性解释了某些行业为什么会大起大落，而这种叠加在有些时候出现得更为隐蔽，以至于投资者会把一个典型的周期性而且是叠加后的强周期行业当成高端消费行业判断，进而对行业的波动性缺乏认识。

以高端白酒为例。事实上，纯粹为了消费而消费的高端白酒在整个行业的生产中所占比例很小：我们上一次买茅台酒回家喝是在什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候？仔细分析高端白酒会发现，其在国内的主要消费是在对公业务中体现的，这与国外高端红酒的消费并不太一样。由此，高端白酒的消费其实是一种投资增长的附属品，即在投资增长的时候，对公业务尤其是与政府相关的对公业务增加，导致白酒的消费量大幅上升。当一个本来叠加了投资增长与商务宴请双重周期的行业被误认为是高端消费行业时，投资者也就很难避开其周期处于下降阶段随之而来的行业不景气了。

在我们看来，另一个被误认为是消费行业，实际上周期性很强的行业则是装修装饰行业。这个看似纯粹是消费的行业，实际上是房地产市场与经济中的投资增长的放大版：当购房者花了数百万元买下房子的时候，他们对装修的支出不会太在意，同时大手笔投资的政府和企业，也不会对装修这点小钱过于吝啬，这两种因素共同导致了这个行业的景气。但是，这种景气并不是消费属性的，而其周期性甚至强于房地产与投资。

类似的例子还有很多。现在，尽管大部分投资者已经了解了周期性行业的基本属性，但有些在行业叠加作用下产生的周期的激烈程度，以及周期性行业与消费行业的区分，仍然需要我们投入更多的精力进行甄别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公认的成本线并非牢不可破：从黄金的例子讨论开去

2014年11月初，国际黄金价格一路下跌，已经跌破1 200美元每盎司大关，和当时国际黄金业1 200美元左右的平均生产成本已经相差无几，一些黄金企业甚至开始亏损生产。[1]在流行的逻辑看来，黄金价格跌破平均生产成本就应当跌无可跌，理由很简单，价格跌破成本就会导致减产，减产就会导致价格回升。但事实上，成本因素对价格的决定作用远没有这么简单，我们不能依据“价格跌破平均成本”就做出“价格不会再下降”的结论。

让我们以通用的国际黄金1 200美元每盎司的平均生产成本为基准，那么在黄金跌至1 150美元的情况下，有些金矿确实会减产。但是，平均1 200美元的成本并不代表所有金矿的成本都是如此，高者可能达到1 500美元，低者可能只有600美元。在这种情况下，金价的下跌并不会导致所有企业都减产。与此同时，由于价格的下跌一般伴随需求的下跌，部分金矿的减产，并不一定会导致需求无法被减少的供给满足。在这样的情况下，我们就会看到一个奇怪的现象：价格下跌越多，成本也就下跌越多。

另外，由于1 200美元的黄金平均生产成本是用全成本核算的方法得出的，但其中可能有一部分成本是已经无法收回的沉淀成本，这就会导致黄金生产企业在价格低于每盎司1 200美元时，仍存在继续生产好于不生产的可能。举例来说，假设一家黄金企业的生产成本是1 200美元，其中包含工厂投入、矿洞开采等不可收回的、逐年摊销的沉淀成本400美元，和其他生产成本800美元。在这种情况下，即使金价跌到1 000美元，这家企业仍然会选择生产：因为400美元的沉淀成本反正收不回来了。

不止黄金行业如此，在其他许多行业中，我们也能看到成本本身并不能完全决定价格的情况。而在面对这些情况的时候，投资者就需要注意，不能依据“价格已经跌破成本线”这一单一的理由，就增加自己的仓位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产市场就是一个很好的例子。在这个市场上升的时候，开发商受到热情的驱使，会以极高的价格竞标购地，从而抬高当时的房产成本。但是，在地产市场下行时，这一成本并不是不可突破的。一方面，并不是所有的地产开发商都以同样的价格购得自己的土地储备，而土地储备便宜的开发商自然会在行情不好时低价抛售房产，以免将来卖的价格更低。这时，之前高价卖出的土地并不能影响此类出售行为。另一方面，在房地产市场下行时，投资者的担忧情绪也会上升，而这不仅会导致之前高价购房的投资者可能愿意亏本出售房产，也会导致新增的土地以更低廉的价格进行交易。这时，价格越低、成本越低的现象就会又一次出现。

由此可见，成本尤其是在市场膨胀时期生产者所接收的成本，并不是可以对价格产生绝对支撑的因素。投资者在利用此类成本信息进行分析时，也一定要考虑到成本随着行业繁荣和萧条交替变化而产生的改变。

注释

[1]本节成文于2014年11月，当时国际黄金价格刚跌破1 200美元。后来，在2015年的低点，这个价格最低跌到1 050美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掘金金融行业：证券、银行、保险

金融行业一直是市场中最主要的行业之一。那么，各种不同的金融行业品质的优劣到底体现在哪些地方呢？我们如何理解它们的长期发展前途呢？这里，就让我们来一一梳理。

（一）证券公司。证券行业目前可以说是竞争最为充分的行业，证券公司赖以生存的佣金率也一降再降。总体来看，这个行业的盈利能力并不强，全行业的平均R O E （净资产收益率）大概在6%（熊市）到15%（牛市），总体相对较低。而且，由于证券行业价格的行政管制较银行、保险少，因而证券公司之间的竞争也更为激烈，从而导致利润率更难抬升。

但是，从日本市场过去20年（此处指1994—2014年）的经验来看，证券行业是一个典型的牛市涨幅比市场平均水平更大的行业。原因很简单，牛市的时候市场成交量成倍放大，因而投资者对证券公司的热情也就迅速上升。然而，每次熊市的时候，证券公司的股票却又跌得比整体市场更多。结果，在过去20年的日本市场，尽管每次大牛市证券行业都有优异的表现，但从20年的长期回报来看，证券行业大幅跑输了日经指数。而由于中国的证券公司很难触动欧洲、美国证券公司业已奠定的国际格局，中国证券行业在未来更有可能重走日本同行的路，即牛市表现靓丽，但长期投资价值不佳。[1]

此外，与许多其他行业一样，证券行业中的龙头企业更容易构筑更强的资本网络、吸引更好的人才，因而其在长期的股价表现也会优于一般的证券公司。

（二）银行。银行以其在2013—2016年极低的估值、极高的净资产回报率和占市场极大的权重，无疑成为A股市场最具争议的行业。总体来看，中国银行业由于自有资金投资方向受到严格监管，同时衍生品在银行资产负债表中基本缺位，导致银行最大的风险基本只能来自坏账上升。就目前的形势看，中国的坏账率虽然在上升，但是总体仍然可控。另外，即使中国的坏账率全面上升，但是以中国决策层历来著名的强监管态度，银行业也很难被弃之不理。而中国大量的外汇储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备也保证了即使银行业发生危机，政策制定者的行动空间也会比较宽广。

（三）保险。如果看未来30年中国最有前途的金融行业，那么保险无疑会是其中为数不多的一个。由于只有在有了比较固定的产业以后，民众才会有资产保全的意识，因而在金融和投资品的发展序列中，保险的需求是滞后于银行、房地产的。历史上，在中国香港市场，银行和房地产业兴起于20世纪五六十年代，但保险业直到70年代才大幅发展。

目前，中国的保险需求仍然很弱，许多险种或者没有出现，或者没有被民众所接受。举例来说，住宅租赁保险的需求十分微小，而消费型身故险的需求也不多。不过，尽管未来十分美好，投资保险行业仍有两个不可绕开的障碍。其一，虽然民众的保险需求在长期会增长，但是目前我们还没有看到这种大幅增长的到来。因此，长期投资者可能要等5年，也可能要等10年甚至15年，才会等到保险行业的大幅增长。而其间的投资机会成本，也是需要考虑的。其二，受规模效应和品牌效应的双重影响，大型保险公司的竞争优势要远大于小型保险公司。这也会导致投资小型保险企业的投资者平均来说难以取得行业标准回报。

在银行、证券、保险行业以外，金融行业还有信托、基金、租赁等细分行业，其竞争优势则需要具体分析。不过，无论如何分析金融企业，长期的竞争优势和买入的估值都是确保长期投资回报的最重要因素。毕竟，短期的市场波动永远难以带来高额的投资回报。

注释

[1]本节成文于2014年底，在2014年底到2015年的A股市场大起大落中，证券行业这种特质表现得淋漓尽致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被遗忘了的传统行业

最近几年，随着新经济的热潮和资本市场的高估，传统行业的公司常常被市场所抛弃。但是，在别人恐慌的时候，贪婪永远是获取超额收益率的不二法门。这里就让我们从几个角度来看看，怎样的传统行业、怎样的传统经济企业会拥有投资价值。

（一）行业饱和度。并不是所有的传统行业都值得投资，一个判断标准就是相比于国际平均水平的行业饱和度。举例来说，房产空置率的高企导致房地产行业很难继续增长，当前中国位居全球前列的人均水泥消费量也导致水泥行业很难进一步发展。但是，诸如保险、航空、资产管理、消费、水电这些行业，市场的需求仍然难言饱和。尽管这些传统行业可能不如一些新兴行业发展迅速，但是健康的市场前景将保证它们仍能生存下去。这里，第二个因素就会展现这些行业为什么可能带来超额收益。

（二）估值。由于不受投资者待见，因此传统行业中经常可以找到更低的估值，而这也就意味着长期更高的回报。一般来说，拥有1～1．5倍以下的PB估值，或者6～7倍的PE估值，或者4%～5%以上的股息率，就是比较吸引人的估值水平了。

（三）规模经济和品牌。即使身处同一个传统行业，规模越大的公司也往往越具有优势。尽管“大企业病”会导致大公司的管理效率受到挑战，但是规模经济却给大公司提供了获取更高财务回报的机会。举例来说，每家保险公司都需要建立自己的资金管理中心、客服中心，但是越大的公司，平摊到每份保险收入上的用于这方面的开支就越少，而更雄厚的财务实力也使得它们更可能拥有相对更佳的成本中心。同时，更大规模的企业往往拥有更强大的品牌效应，使得它们在获取新客户的时候更具备优势。比如，客户在购买轿车时，通常会选择售后网络更完善的品牌。规模经济和品牌效应叠加的结果，往往会导致传统产业中的龙头公司拥有高于行业平均水平的盈利能力。一般来说，能够长期维持在15%左右的ROE是一个不错的鉴别标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管怎样，人弃我取、逆市而动，往往是优秀投资者的一个特质，但是独到的鉴别力也是他们必备的一个因素。这就好比在1995年购买东京房地产的投资者和2008底年购买美国股票的投资者：他们抄底的故事开头类似，结果却并不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的恶性竞争一定不可避免吗？

在《穷查理宝典》里，查理·芒格提出了一个经典问题，并且没有给出准确的答案（查理说他自己也没得到确定性的结论）。这个问题就是，在一个行业发展到成熟、只剩几个竞争者时，这些竞争者是会展开恶性竞争，疯狂压价，最终导致谁都赚不到钱呢，还是会和平共处，保持一定的行业利润率呢？

恶性竞争并不是规律性地出现在某些饱和行业，不出现在另一些饱和行业。举例来说，内地的券商行业在2013—2015年，展开了恶性竞争，纷纷压低佣金率，最低者甚至喊出万分之二的跳楼价。但是，反观香港的券商行业，则长期保持了相对的和平。截至2014年，香港券商中能够给出千分之一佣金率的都寥寥无几，更有许多内地股民所不了解的、名目繁多的费率，比如说仓租费、最低佣金、红利代收费等等。而尽管内地的券商争夺战开端于互联网的参与，但是互联网显然也不是恶性竞争的真正原因：香港的互联网普及程度无疑比内地任何一个城市都要高。

显然，在这个例子中，简单的行业属性并不是导致恶性竞争的原因。查理·芒格提出的另一个例子则更好地证明了这一点：可口可乐和百事在一些国家相安无事，在另一些国家则拼得你死我活。

不过，尽管以上两个例子中的行业相同，但是消费者对这些行业提供的产品的认知却是不同的，而这很可能是导致企业在某些行业里进行恶性竞争的原因。这个认知总结来说就是一句话：消费者是否能够准确地认识到自己购买了什么产品。举例来说，在美国，由于碳酸饮料文化深入人心，消费者在购买可乐时大多并非从理性角度考虑，而是追求一种“快感”。在这种情况下，消费者并不会准确衡量自己的饮料里到底有什么成分。但在另一些没有碳酸饮料文化的国家，消费者在购买可乐时理性得多，也就更在意价格，这也就导致企业更容易恶性竞争。

同样，就券商业来说，香港投资者（即使是个人投资者）更依赖证券公司提供的研究等增值服务，也就更难了解券商提供的产品“到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底是什么”，毕竟研究服务是一个不太容易量化的东西。而在内地，个人投资者对券商提供的个性化增值服务几乎没有依赖，而机构投资者力量又太弱，这导致内地的投资者很容易知道自己所花费的佣金到底购买了什么。所以，内地的券商也就更容易展开恶性竞争。此外，香港的证券公司有可能破产，因此投资者愿意给看起来更大、更稳健的证券公司付更高的佣金，购买“安心”。而内地由于投资者在证券公司的账户都有第三方托管和结算，投资者并不需要购买这一服务。

一个来自航空业的例子则更好地说明了这一点。在几乎任何一个市场，航空公司都不是一门好生意，机票打折活动总是此起彼伏。套用以上逻辑，我们就能够理解这种行为，即消费者清楚地知道，航空公司提供的服务都是同质化的，因此价格也就成为消费者的首选因素。在这种情况下，航空公司想要不进行恶性竞争也就很难了。

此外，一个已经饱和的行业是否进行恶性竞争还有其他一些决定因素，如政府是否进行干预等。比如，南京的报纸行业在1990年代末期进行的一场恶性竞争就在政府的干预下化解。不过，这些因素一般来说影响力并不太强，因为政府不太可能总是干预市场经济的运行。因此，在大多数情况下，消费者是否能够准确地衡量企业出售的产品到底是什么、自己的需求得到了何种程度的满足，也是决定一个行业在达到饱和以后，是否会步入恶性竞争的重要因素。

而消费者是否能够做出准确的判断，许多时候是由购买时的感性因素多寡、产品的复杂程度高低、产品的更新换代速度快慢决定的。一般来说，消费者购买时的感性因素越多（如奢侈品、甜品、字画行业），产品的复杂程度越高（如大型客机、生物科技行业），产品的更新换代速度越快（如电子设备、加工食品行业），恶性竞争出现的概率就相对越小。这些难以步入恶性竞争的行业，更容易出现长期盈利丰厚的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样的并购才会为企业创造价值？

随着A股市场中小公司上市数量越来越多、各种题材层出不穷，A股市场里上市公司的并购行为也越来越多。随着一些上市公司抛出符合市场口味的收购预案，其二级市场的股票价格也常常随之高涨。但是，俗话说得好，买的不如卖的精，并购行为真的能对企业产生价值吗？我们又如何判断并购行为是否能够为企业带来真正的长期价值提升？这里，就让我们从几个维度来看看究竟怎样的并购行为能够提升企业长期的价值，怎样的并购行为又会损害股东的真实利益。

首先，成功的并购一般不会付出太高的价格。俗话说得好，只有错买，没有错卖。如果一家企业在并购中为并购标的付出了过高的价格，那么这样的收购在长期能够为并购方带来的回报自然就会相对较低。毕竟，对任何投资来说，便宜的价格一定比贵的价格更为有利。可惜的是，在A股市场，由于二级市场投资者过于追捧概念和主题，导致上市公司为了迎合投资者的口味，往往在并购时饥不择食，而这也就导致了并购市场上漫天要价。

其次，两家企业能否在并购之后融洽合作，也是并购行为能否成功的重要因素。在这里，企业文化是否相似、产品属性是否能够互补等，都十分重要。

举例来说，如果一家对员工有极高纪律要求的生产型企业并购了一家互联网公司，那么这两家企业在员工纪律方面的差别就会给合并以后的企业管理带来困难。

众所周知，互联网企业对员工的工作纪律要求不高，只要程序员能够编写出有效的代码即可，而许多富有灵感的程序员恰恰在深夜时分的工作效率最高。但是，生产型企业却对员工的工作纪律要求很高。那么，当两家企业合并以后，企业的管理者如何在要求一部分员工准时上班的同时对另一部分员工进行自由型管理？这种管理会不会导致企业内部分配不均，从而产生矛盾？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再举一个例子，如果一家销售网络位于西部地区的企业并购了一家位于沿海地区的企业，那么这两家企业能否互相帮助？销售网络能否互补？这些都是并购之前必须考虑的问题。

最后，即使两家企业在并购之后能够进行合作，公司文化能够融合，但合作的效果是否大于单打独斗，1＋1是否大于2，却仍然是个未知数。

举例来说，在A股市场，对于企业并购往往会采用“整合上下游产业链”这样的分析，其既定推论就是“产业链整合一定优于不整合”。但是事实上，一定程度上的社会分工反而在很多时候优于社会整合。为什么航空公司不自己运营机场？为什么酒类生产企业不自己开餐馆、酒吧？为什么银行不自己开发金融清算系统、制造A T M机？为什么轮胎类生产企业不自己种植橡胶树？为什么出版社不收购造纸厂？事实上，产业链的整合并不一定能够提升企业的盈利能力，而只有能够增加企业在社会中的竞争优势、加强企业对客户的议价能力的行业整合，才能够为企业带来价值。反之，则会导致企业尾大不掉，最终降低投资者的资本回报率。

总结来说，企业并购并不是一件容易的事情。国外经验表明，企业并购的成功率要略低于失败的概率，理由很简单，企业的原始经营者一般比后来并购者更加了解出售的企业，也更容易在并购中占据优势。而在我们的A股市场，二级市场投资者对于概念的追捧，导致企业的并购质量很可能比在正常的商业环境中能够取得的还要差一些。对此，价值投资者必须擦亮眼睛，避免参与到那些折损企业长期价值的并购中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　文景之下必有牛市

纵观五千年中华文明史，但凡以汉文明为核心的中央政权，一旦社会稳定、经济开始发展之后，大都会出现长达百年乃至数百年的社会稳定与经济繁荣。

今天，中国在改革开放30多年之后，已经进入了极其稳定、繁荣的时代，这是投资者必须认识到的巨大趋势。而否定这个大趋势的人，我只能说，他们历史学得不是太好。而在文景之世里，资本市场必然会有一波波牛市。得国运者，昌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以史为鉴，可以知兴替：文景之下必有牛市

以史为鉴，可以知兴替。不谋万世者，不足谋一时。纵观中华民族文明史，但凡以华夏文化（后来发展为儒家文化）立国的政权，大多在开国之后，由于利益上的不平衡、各种势力之间的倾轧，会经历一段时间的政治动乱与经济停滞。一旦这个朝代能够安然度过这段动乱期，由于华夏文明自身雄厚的文化底蕴和较高的民族素质，加上大一统的人力物力优势，往往会进入一段高度稳定、发达的社会时期。让我们具体看一看这个历史规律在历朝历代是如何发展的。需要指出的是，下文并没有讨论建立之后并未形成大一统格局且饱受外患侵扰的朝代，如东晋、南宋，也没有包括并非由传统华夏文明主导的朝代，即元朝。

周：公元前1046年，周朝建立。随后即有三监之乱，被掌握重权的周公旦平息，后世为此有“周公恐惧流言日”的诗句。之后，周公完成东征，将政权交还周成王，随后有著名的太平盛世成康之治。

秦：公元前221年，秦统一天下。12年之后陈胜、吴广掀开秦末民乱的序幕，对此秦朝并未妥善处置，2年以后，秦朝灭亡。

汉：公元前202年，刘邦击败项羽，建立汉朝。7年以后，诸吕之乱开始，历时15年平定。随后，汉朝开始了著名的文景之治，东西两汉政权延续共422年。

晋：公元266年，司马氏夺权，西晋建立。25年以后，有八王之乱，历时15年至公元306年方才平定。但是，西晋王朝在此一动乱中已经风雨飘摇，10年后的316年，西晋王朝灭亡。

隋：公元581年，隋朝建立。23年后杨广发动仁寿宫变，隋文帝突然去世。但隋朝并未在此之后走上平稳发展的道路。隋炀帝杨广妄自尊大，大兴工程，屡伐高丽，国力大减。15年以后，隋朝灭亡。

唐：公元618年，唐朝建立，之后即有贞观之治。由于唐太宗李世民为历史上不多的乱世、治世表现均十分突出的君主，唐朝开国即有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贞观盛世。38年后，方有武则天当政及之后的政治屠杀，再49年后方有神龙革命。神龙革命以后不久，唐朝进入开元之治。

北宋：宋太祖赵匡胤于公元960年建立宋朝，之后16年有烛影斧声悬案，之后28年有北方动乱与最终的澶渊之盟。澶渊之盟以后，北宋维持了长达100余年的相对稳定。

明：公元1368年，明朝建立。1399年，爆发靖难之变。在道衍等人的奇谋帮助下，明成祖朱棣采取了中央突破的冒险战术，战争持续3年即结束，随后明朝开始永乐盛世与仁宣之治。

清：公元1644年清军入关，29年以后三藩之乱开始，战争持续8年，于1681年结束。之后，清朝开始了中国历史上著名的康乾盛世。

总结历史规律，我们可以看出，中华民族每次形成大一统的政治格局，在初期往往会经历一些动乱。一旦能够平安度过动乱时代，之后紧跟着的，往往是数十年乃至数百年的大发展时代。

回到当前的中国经济，中华人民共和国成立于1949年，之后经历了“文革”动乱，并于20世纪70年代末80年代初开始了经济改革，至今已有30多年。在这30多年中，中国的经济成就世所罕见。而以中国自身历史来看，这种大发展的格局恰恰符合中国历史上不断上演的客观规律。事实上，这种大发展的格局并不止在中国境内出现。之所以历史上中国频繁出现大发展阶段，和华夏文明自身的文化素质、社会秩序、风气风俗是分不开的。

19世纪后期，非洲被欧洲列强瓜分殆尽，而在几乎是同时代的1853年，黑船事件打开了日本的大门。一个半世纪以后，今天的日本位列世界强国，而非洲仍然发展缓慢。这种社会差异，难道仅仅是社会制度、自然资源造成的吗？中华文化的深厚底蕴造就了强大的社会发展潜力，纵观当今东北亚、东南亚地区发达经济体，大部分都受到华夏文明的深度影响。新兴经济体中，不少也在奋起直追。我们必须看到，这些经济体的发展之间，有文化的共同纽带作用。

回到当前中国经济，在反腐败、改革市场、整饬法纪的执政纲领下，中国社会的社会秩序、制度建设、经济活力正在得到明显的改善。在这种情况下，对中国经济过分悲观、对资产质量过度绝望，是没有意义的。结合中国经济当前仍然较低的发展水平，未来中国经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展十分值得投资者期待。而伴随其间的资本市场牛市，也一定不会缺位。正所谓，文景之下必有牛市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国下一个30年

时势造英雄。中国的投资者，谈论得最多的就是巴菲特、索罗斯。殊不知，巴菲特、索罗斯的成功，有一半原因要归功于他们所处时代的市场环境。试想，如果没有美国稳定、繁荣的经济，巴菲特的价值投资能如此成功吗？如果巴菲特的战场不是美国，他还会有那么多长线投资机会吗？而索罗斯，这位应用杠杆、做空的行家里手，如果离开了20世纪中后期发达的国际金融环境和多样的投资工具，恐怕能取得的成就也要打个折扣。

那么，未来几十年的A股和中国经济的宏观环境，究竟有没有造英雄的时势呢？有没有在中国的投资者中涌现几个巴菲特、索罗斯的土壤呢？从我们现在所能够拥有的论据、理论出发，我们相信下一个30年里，中国重复美国在20世纪走过的经济之路，逐步成为世界经济强国的概率还是相当大的。而中国会不会重蹈日本失落十年的覆辙呢？窃以为，可能性不大。

的确，日本的经验对中国有借鉴意义，但是，日本失落十年的教训和当前的中国经济有一个本质的区别：日本在20世纪90年代进入经济衰退的时候，人均G DP已达3万多美元，是同期美国人均水平的80%，而当前中国的人均G DP仅有美国人均水平的大约20%。经济学有个概念叫“溢出效应”，即一国的经济水平会受其周边更富裕国家的正面影响。在日本失落的十年里，世界上最发达的经济体和日本之间的人均G DP差额很小，日本的工业社会几乎已经发展到了和美欧相当的地步。在这种情况下，无论工业基础、科技水平、金融体系还是社会制度等各个方面，美欧等能对日本产生的溢出效应已经非常有限。在得到的溢出效应基本为零的情况下，日本自身的经济发动机一旦卡壳，则其增长停顿在所难免。

中国则不然。当前的中国经济还没有全部实现现代化、工业化，中国的经济制度仍有很多不健全的地方，比如产权不清晰、市场机制不健全、监管不到位等等，而中国的金融体系仍在发展之中。中国当前的人均G DP，和主要发达经济体有巨大的落差。因此，发达经济体对中国的溢出效应，在未来可见的数十年中，仍会有力地存在。这将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从大方向上决定中国重蹈日本失落十年的可能性，并不如通常想象的那么大。

中国不是在崛起，而是在复兴

从20世纪70年代末的改革开放以来，中国已经展示了巨大的经济发展潜力。为什么这种潜力没有在奉行市场经济的南亚、南美发展中国家展现，却在亚洲四小龙以及之后的中国大陆市场上展现？韩国、中国台湾、中国香港、新加坡以及现在的中国大陆，这五个市场有什么共性？这种共性只有一个：一脉相承的中华文化。

在陈雨露先生的两部《中国是部金融史》里，我们可以清楚地看到中华民族几千年的经济脉络。在任何一个时代，只要中国能够保持政治稳定，只要中央政府试图通过经济的手段发展国家，中华民族就一定会创造举世罕见的经济奇迹。而看着今天中国的崛起，我们必须意识到，这种经济奇迹正再一次出现在中华大地上。正如亨利·阿尔弗雷德·基辛格曾经说过的：中国不是在崛起，她是在复兴。而这五千年的文明如何演绎，这从洪荒时代一路走来的文明古国如何复兴，是需要结合丰厚的历史底蕴才能理解的。对于那些只关注价格涨跌的投机者来说，他们不可能理解这些太长周期的问题。

一直以来，挑剔的评论者总会说，中国经济在这个方面不符合他们的要求、那个方面不符合国际潮流。可是，为什么这样一个“这也不符合，那也不符合”的经济体会迅速崛起呢？为什么同是人口大国、“什么都符合”的印度，却总是慢中国几拍呢？难道一切都符合西方体制才是最好的经济模式吗？一个“理念上正确”的经济体制，如果不能实实在在改善人民的生活，它的正确性又有什么意义？

在李光耀先生的诸多著作里，李光耀先生一直在为新加坡那与西方“格格不入”的政治体制申辩，而一直以来，西方社会也都在抨击新加坡的政治体制。但是，为什么要纠结于一个国家的政治体制是否和欧美一样呢？难道新加坡不是这个星球上最廉洁、最发达、最有创造力的社会之一吗？到底是体制的模式为社会发展的结果服务，还是我们需要牺牲社会发展的结果去迎合一种政治经济体制呢？

让我们静下心来，看一看我们身处的这个国家：人民生活水平正在飞速提高，基层劳动者的工资不断提升，失业率极低，法律制度不断健全，税收和商业持续不断改进，人均寿命不断延长，等等。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一切还是不能让投资者放心这个国家的基本面，我们不知道还有什么可以让他们放心。毕竟，你很难叫醒一个装睡的人，也很难用价值的理念去开导一个只关注短期市场波动的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国式“政策市”有迹可循

相对于国外成熟市场，一直以来国内市场被投资者称为“政策市”。为何我们的市场会成为政策市？我们又该如何应对？事实上，成熟的资本市场向来也对影响经济的主要因素十分敏感。日本大地震以后，股票市场常常跌得惨不忍睹；美国政府推出量化宽松政策以后，股票市场也报以积极反应。而只有国内市场被称为政策市，是由几个特殊因素造成的。

首先，中国经济刚从计划经济中走出来20多年，所以政府的行政干预较成熟市场为多。其次，中国市场经济处于起步阶段，需要政府做的事情也更多。再次，中国经济的结构并不如自行运作了数百年的成熟经济体稳定，所以在关键时刻政府的角色也更为重要。最后，脱胎于计划经济的政策制定机制，其决策流程的公开性更低，使得外界更难对政策的推出进行预测和准备。此外，国内市场的投资者也更不成熟，这使得他们更难准确理解政策的效果，更易跟风炒作政策题材，这也为政策市的形成推波助澜。

那么应该怎样应对如此飘忽的政策市？其实，政策的制定永远不是无来由的，它们的形成一方面受制于当时的政治经济形势，从而“不得不”产生，另一方面也取决于政策制定者自身的习惯及其与各方力量之间的博弈，从而“顺理成章”地出现。举例来说，2008年全球经济形势岌岌可危，同时国内地产价格重挫。如此内外交困之下，4万亿救市之举其实并不出人意料。而到2013年，尽管GDP增速开始下行，但一方面外贸仍然稳定、房地产价格也在高位保持坚挺，另一方面经过2008年的大规模刺激，无论是从宏观的、以M2和GDP比值衡量的杠杆率水平，还是微观的企业杠杆率水平都达到了历史高位，因而新一届政府的刺激政策远弱于市场此前预期也就在情理之中。

再看成熟市场，美国2013年秋的债务僵局导致政府机构部分关闭，但两党很难不顾拖垮经济的危险而一直在政治上僵持不下，所以资本市场也并不恐慌。反观2012年底，日本首相安倍晋三实行了新的刺激政策，日本股市一度从0．9倍市净率估值反弹至1．8倍市净率（亦为过去十多年的本地最高估值），但由于日本经济并非简单刺激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策所能扭转，因此市场在1．8倍的估值上也就很难进一步提升，尽管同期的美国市场估值要高出该水平很多。

所以，政策市并不是无迹可寻，它们的出台一定有一系列的背景和历史因素，最后导致政策的制定“不得不如此”。以此为出发点，再理解、把握国内市场特有的“政策市”就容易多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史上的银行业危机看中国金融系统稳健性

在分析A股主板指数以及香港恒生国企指数在2014—2016年屡屡出现的低估值时，投资者往往有一个疑虑，即当前无论是A股还是港股，特别是H股，其内资金融股的占比太高，导致估值相对较低。那么，中国内地的金融系统，尤其是其中占主导地位的银行系统，其稳定性到底怎样呢？主板指数的低估值到底能否信赖呢？这里，就让我们观往知来，看一看历史上的银行业危机都是如何爆发的，并由此推断中国内地目前的金融系统稳定性究竟怎样。

在历史上有名的银行业危机中，首先出场的是爆发于20世纪60年代的中国香港银行业危机。在这次危机中，恐慌蔓延导致的挤兑冲垮了恒生银行———当时最大的香港华资银行。由于储户对华资银行的不信任在社会中蔓延，在危机最严重的1965年4 月5日当天，恒生银行由于挤兑损失了1／6的存款。后来，为了维持储户的信心，恒生银行被迫将51%的股权出售给香港当时最大的发钞行汇丰银行，从而借助汇丰银行和港英当局的信用，方才平定了这场挤兑风波。反观当前，在内地经济社会中，占垄断地位的国资银行系统出现如同1965年对恒生银行不信任而产生挤兑的可能性几乎不存在。

第二个我们需要参考的银行业危机案例，来自1970年代到1980年代的拉丁美洲。当时，由于国际利率走高带来的资本外流，以及之前低利率时代拉美政府大幅举债，导致拉美地区银行资不抵债，大量陷入危机。

而在2010年欧债危机爆发以来的希腊银行业危机中，外债的问题则以另一个版本出现。尽管希腊政府的债务并不如之前拉美政府的债务比例高，但是由于希腊政府并没有印刷欧元的权力，导致希腊政府无法对银行业提供足够救助，最终导致债台高筑、金融体系崩溃。但是，从中国内地经济构成来看，不仅外债不高，外汇储备更是前所未有的雄厚。同时，中国政府有绝对自主的印钞权。从这两个方面来看，中国内地银行业重蹈拉美银行业和希腊银行业覆辙的概率非常小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个例子则是1989年以后日本泡沫经济破灭导致日本银行业长期萎靡。在这个例子中，日本政府并没有大量的外债，也有自主的印钞权以救助银行业，同时日本银行中也没有出现民众信心丧失导致的挤兑。但是，在这个例子中，日本经济却出现了一个问题：长期经济低迷。在1989年即日本经济泡沫破裂时，以现价统计的国际元数据，日本的人均GDP为16 137国际元，当时美国的人均GDP为20 703国际元，日本的水平约为美国的4／5。这也就意味着，日本经济的发展水平已经接近经济体发展的天花板，经济发展潜力已经几乎耗尽。在这种情况下，日本经济长期低迷的概率也就随之增大。但是目前的中国内地经济，则面临完全不同的情况。2014年同样口径的中国内地人均GDP为13 216美元，美国人均水平则为54 629美元，中国内地水平仅为美国1／4不到。由此，当前中国内地的经济发展潜力仍然相当大，经济陷入类似日本在1989年以后出现的长期低迷状态的概率也就很低。

最后的一个例子则是2008年美国次贷危机导致的银行业崩溃。在这个例子里，一些有百年历史的美国银行尤其是投资银行，倒在了衍生品带来的高杠杆上。同时，美国政府和监管层又没有采取及时有效的行动，导致不少美国银行陷入崩溃。但是，目前的内地银行业由于对于杠杆和衍生品严格的监管，导致其杠杆率很低，同时衍生品的敞口相对于庞大的资产规模微乎其微。在这种情况下，中国内地银行业重蹈2008年次贷危机中溃灭的美国银行覆辙的概率也就很小。

从以上的各个例子可见，历史上著名的银行业危机中所需要的要素，如高外债、高杠杆率、信用缺失、政府印钞权缺失、低经济发展潜力等等，在当前的中国内地银行业中都并不存在。由此可见，在大概率上来说，中国内地银行业在可见的将来能够继续保持稳定发展，其概率是非常大的。在这种情况下，资本市场上的金融类股票，其基本面的长期稳定也就可以期待。由此，如果A股和港股继续出现极低估值，价值投资者也就可以找到一些优秀的买入机会。

历史上那些一生一次的资产周期

投资者战胜市场的一个要诀，就是学习资产的价格周期，从而在掌握了资产周期的基础上，在周期的底部以低廉的价格买入、在高点以高昂的价格卖出。

举例来说，中国香港的房地产市场，自1960年左右华资地产商逐步参与其中以来，经历了20世纪60年代、70年代、90年代等数个大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨跌周期。今天，我们看到的香港华资地产集团，基本都是当年在那些周期的顶部或者还未到顶部的位置清仓出货、留足现金，在底部不惧跌势、大胆扫货的。再举美国股市的例子，其长期估值周期相对其股票价格表现，起到的作用不是太大，以至于如彼得·林奇这样的投资经理可以彻底忽略这个周期。而且，美国股市的估值周期，一次持续的时间也只有20～30年，这保证了一个投资经理仍然可能在职业生涯中用到自己以前学习的经验。

但是，并不是所有周期都是可以学习的。或者说，有些周期持续的时间实在太长，以至于在投资者的职业生涯中（以40～50年计算），其涨跌的次数只有1次。在这种情况下，投资者在整个周期中学习到的关于这个资产周期的知识，都不可能为下一次周期起到任何参考作用。判断这种巨型周期，就需要投资者拥有非凡的勇气和毅力、从其他资产周期借鉴经验的能力，也许还需要极好的运气。举历史上的例子来说，大部分人的善恶周期是比较明显的，我们可以看到其一开始伪装善良，之后翻脸不认人的手段，从而有所预防。但是，当对手一生只翻脸一次的时候，这种巨型周期，就很难防范。历史上，聪明者如韩信、曹爽、翟让，之所以丧命于刘邦、司马懿、李密，都是输在这种一生一次的周期上。他们在遭到致命背叛之前，对手都和他们保持了长时间的、大体上算是完美的友谊。

为了把这个理论说得再清楚一点，让我们看一个火鸡理论：一只火鸡在一年中的364天里都有农场主喂食，于是它认为这位无私分给它食物的人一定是天下最好的人。但是，在第365天的时候，火鸡被宰杀了。火鸡可能根据前364天总结出的智慧知道第365天会被宰杀吗？

在过去的资本市场上，类似的超级长周期并不多见，但是其影响一般比较深远，典型的超级长周期包括：长达50余年的美国国债收益率周期、第二次世界大战后至今只有1个价格周期的日本房地产市场周期、长达26年的日本股市估值与价格下降周期、长达1／4个世纪的日本国债收益率下降周期、长达10年的俄罗斯CPI下降周期。举例来说，一个1955年入行做地产销售的25岁日本青年，要等到他60岁的时候，才会发现日本地产市场是有可能下跌的，而这种下跌一直持续到他85岁的时候还没有改观。那么，这个地产销售员可能对这个周期做出什么像样的预测吗？投资者如何准确地预测这些周期？笔者的答案是，你不可能准确地预测这些周期，因为它们实在太长了。那么，如何为这些周期做准备？在应对这些周期时，投资者不可能依靠历史的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验，因为这些周期实在太长了。他们只能依靠从其他资产上借鉴来的模糊的经验，以及无比坚定的信心、纪律与非凡的勇气：因为他们很可能在判断正确之前，需要忍受长达十数年的损失。当然，非凡的运气也是不可缺少的。甚至，投资者从一开始就应该试图远离依靠这些周期谋利的手段，因为做到以上的准备实在是太难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改善人口结构政策不是特效药

从人口替代率的角度来说，一对夫妻平均生育2．1～2．2个孩子才能够保证人口的数量和年龄分布保持正常状态。从这个角度来看，无疑当前中国的计划生育政策会导致人口老龄化，并对经济带来压力。但是，生育率的下降和人口老龄化并不简单是一个政策的问题。目前，尽管二孩政策放开，但是符合条件的家庭生育二孩的并不多，许多评论即将此归结于政策尺度不够带来的结果，似乎只要政策足够生育率就会上升，而忽视了社会发展中必然面对的生育率下降的问题。

他山之石，可以攻玉。在李光耀所著的《李光耀观天下》一书中，李光耀明确地提到了对新加坡人口问题的担忧，指出尽管政府加大对生育子女的补贴（而不是中国目前实行的限制），新加坡的生育率仍然很难提高。新加坡人并不像几十年前一样愿意生育子女，这关乎个人一辈子的生活选择问题，而不仅仅是社会补贴所提供的金钱所能左右的。他指出，生育率的下降来自多个方面，社会分工的细化导致的人与人之间沟通减少、社会完善导致对子女依赖的减少、个人娱乐的丰富导致的家庭凝聚力下降等因素，都造成了新加坡的生育率下降。在这种情况下，新加坡只有通过不断引进年轻的海外移民，才能够缓解生育率下降所带来的问题。

事实上，不只是新加坡，目前全球的发达经济体大多出现了生育率下降的现象，造成老龄化日趋严重。能够通过移民缓解此问题的国家，如美国，则对其后果感觉尚不明显，但如日本等单一民族国家，则饱受老龄化困扰。也就是说，我们必须意识到，随着社会的发展和进化，在许多层面上人们的生活被改变了，而这种改变会带来生育率不可逆转的下滑。

尽管社会政策的制定能够在某种程度上减缓下滑的速度，但是把生育率的降低完全归责于社会政策，期望通过完美政策的制定就能彻底解决老龄化的问题，无疑是不切实际的。当一个公民发现自己年轻时可以选择除了生儿育女以外更丰富多彩的生活时，当社会的观念变得越来越开放、不再以是否生儿育女尤其是中国传统的生儿子为人生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成功象征时，当一个中年人发现自己年老之后可以依靠养老金、医疗保障，而不是只能依靠子女生活时，当人们的工作内容越来越细分化、专业化，导致和异性接触的机会越来越少时，社会的生育率必然会下降。

另外，无论是中国限制式的生育政策，还是新加坡鼓励式的生育政策，都不可避免地带来一个结果，即越是发展水平较低的人口区域，其生育率反而越高。在限制式政策下，发展水平较低的区域的监管力度会相对较弱，导致生育率增加。而在鼓励式政策下，则发展水平较低的区域对财政刺激的敏感度更高，因此也会导致其生育率增加得更快。由于发展水平的高低往往和人口受教育程度呈正相关关系，因而此两种政策都会导致整体社会的教育水平包括家庭教育和社会教育水平有所下降，而这却是人口控制政策始料未及的。

换一个角度来说，即使中国的人口政策能够顺利地提高生育率、解决老龄化问题，我们又会面临另一个严重的社会问题：人口膨胀。由于中国是全球人口第一大国，任何试图解决老龄化问题的人口政策都会使已经有13亿多人口的族群进一步扩大，而过多的人口会导致中国陷入经济发展的致命陷阱：没有足够的资源。由于现代社会的发展和繁荣，很大程度上取决于资源的消耗，因此即使是将中国的人均经济水平发展到如希腊、意大利的发展水平，也将意味着巨大的资源消耗，而这与中国当前自然资源匮乏的现状是冲突的。在试图用更多的年轻人口解决老龄化问题时，我们一定要思考如何解决更多的人口需要更多资源的问题，而这个问题并不容易回答。

总结来说，人口问题是一个相当复杂的社会工程，并不是简单的“放开政策、刺激生育”就可以解决的。也许，我们需要做的并不是简单的调整人口结构，在合理化教育以增加单位劳动力生产率、理顺市场和法制机制以减少浪费和重复建设、拓展高龄人群就业范围以避免人才浪费等方面，我们还有更多的事情要做。[1]

注释

[1]本节成文于2015年10月，在2016年11月我再次校对时，发现中国二孩生育率仍然很低。显然，生育率的提高并不完全是政策的问题，生活习惯和社会组成的改变，起着非常重要的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重新解读城镇化

城镇化一直是中国经济的重点词汇之一，流行的观点认为，城镇化意味着新一轮的建设，主要的憧憬在于房地产和房地产相关的消费。但是，改革开放以来，中国已经历了普遍的城镇化，目前的城镇化率达到大约50% 。同时，两方面的因素导致中国业已完成的城镇化和全球普遍看到的城镇化有很大的区别。这两个因素是农村资产的非市场化和由此导致的长期价值低估，以及户籍制度带来的城市福利保障资源对新入城工作者的缺失。

一方面，改革开放以来农村的宅基地、农田的物权属性一直没有市场化，导致在过去30年里，农民在进入城市时，无法将农村原有的资产变现，至少无法以市场化的价格变现，这导致他们无法在城市购买对应的资产。另一方面，户籍制度导致新进入城市的工作者无法和原有的城市居民享受一样的社会福利和保障。在这两种因素的共同作用下，在过去30年的城市化进程中，新进入城市的工作者在经济上被置于非常不利的位置，这就导致他们通过同样的工作能够供给没有生产能力的人口的能力大幅下降。这种下降带来了新入城工作者的自然选择，即将大量的老人和孩子留在农村：一个佐证这种两地分离的现象就是每年春运的大量人口流动。

无论在经历过城镇化的西方成熟国家，还是东亚那些同样传承了儒家和家庭文化的正在城镇化进程中的发展中国家，这两种因素都是相对缺失或者至少不同时存在的。这也就导致了中国在过去30年的城镇化进程中造成的这种“生产人口进城、非生产人口留在农村”的现象是史无前例的。这种现象造成的人口和经济问题是，虽然目前的城镇化率只达到了50% ，和国际流行的70%～80%还有不小的差距，但一个极为可能的事实是（我没有足够的数据进行验证，但这是显而易见的），生产人口（同时也是消费能力最强的人口）的城镇化率可能已经远高于50% 。这就意味着即使城镇化率继续上升，其所能带来的消费能力很可能不会同比例上升，对经济的拉动作用也没有想象的那么强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，由于目前一线城市的规模已经足够庞大，市场的城镇化期望主要放在了二三线城市的身上。但是，除去业已高于平均水平的生产人口城镇化率以外，两个因素阻止了二三线城市的城市功能（主要是房地产功能）如一线城市般繁荣。其一是更高的空置率，这个比较容易理解。其二则并未被市场关注：这是一个简单的数学问题，却导致了二三线城市周围的宅基地对市区居住区的替代功能更强。

假设城市是一个圆形，那么其面积等于πr2，而周长等于2πr。这样，城市中房地产数量会随着城市半径（r）的扩大呈二次方的速度增长，但周围的宅基地数量只能和城市的半径同比增长。这就导致在越大的城市里，城市周围的宅基地对城市中心的地产的替代作用就会越弱，反之则越强。我从微观的求访了解到的证据和此相仿，二三线城市中抱有“既然乡下有房子，为什么还要费劲在城里买房子”的态度的居民比例远高于一线城市。

那么，如果说由于没有考虑到城镇化下的人口年龄分布和二三线城市与一线城市的差别，从而得出的“城镇化必然会再次带来房地产和消费的大幅增长”的结论是误解的话，城镇化又会带来什么呢？考虑到过去30年城镇化中的两个非常态因素，即“农村资产非市场化”和“城市福利保障非国民化”从长期来看必然会得到改善，这将导致新进入城市的工作者有更强的能力把留在农村的老年人和儿童接到城市中。这种现象将催生三方面市场的繁荣：城市中和老龄化相关的产业，和儿童相关的产业，以及农村在资产市场化以后受益的产业。也许，这些才是城镇化在长期会真正带给资本市场的改变和机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

站在巨人的肩上看经济与投资

有一套研究中国战争历史的书，叫《中国历代战争史》，写得非常好，窃以为远超同类书籍。为什么呢？因为这套书在历次战争的描述之外，把战争前几十年的历史发展、社会和政权演变，战争后的历史变动，讲得非常清楚，篇幅常常是描述战争本身的三四倍。这样，读者对每一次战争的理解，就会十分深入。

研究经济与投资，其实也是一样。很多人喜欢就经济数据而说经济、就投资而说投资，窃以为，这都犯了视野太窄的错误（我也是一样，在英国读经济学位的时候，纯粹属于就经济数据而研究经济）。后来，有幸读了李光耀先生的许多书，这位新加坡国父从历史、社会、人文等方面侃侃而谈，最后再引申到政治、经济与商业，真让人茅塞顿开，胜于就经济数据而研究经济、就投资材料而研究投资百倍。

举例来说，为什么日本在1989年以后一蹶不振、美国在2008年以后迅速复苏？日本社会不接受移民、创造力相对较差，而美国社会则包容性、创造性更强，这是一个非常关键的因素。这个因素是凭空而来的吗？日本是一个封闭、以节约型经济为传统的岛国，而美国是一个建立在殖民土地上的国家，这两个国家各自的传统和性格已经有很久的历史了。

在新加坡应该以发展制造业还是企业服务业为主导的问题上，李光耀先生尖锐地指出：新加坡和中国香港、深圳一样吗？当然不一样。香港和深圳背后是13亿中国人组成的社会和市场，它们有巨大的市场、巨大的劳动力供应后盾，而新加坡有什么呢？隔壁的国家屡屡向新加坡关闭自己的市场。而新加坡和芬兰、瑞典也不一样，后者有一体化的欧洲作为其市场，新加坡却没有。而且，新加坡是一个多元化的社会，北欧国家却多由单一民族组成。因此，新加坡的发展思路必然不同于后者。同样的，人口大国和人口小国，在产业的选择上也必然完全不同。中国可以发展自己的汽车制造业、飞机制造业，只有几百万人的新加坡却无法承受如此的产业规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李光耀先生这种从大历史、文化、社会、习俗和世界格局的角度分析问题的视野，可以运用在非常多的例子上。举例来说，最近几年中国东北地区经济不振，但是东北究竟为什么没有发展出发达的商业氛围呢？这和历史息息相关。在历史上，东北从明代游牧文化，到清代的皇家禁地，在民国初年有过短暂商业经济以后，又陷入日本的统治，而在解放战争以后又成为中国重工业的领头羊。可以看到，在历史上，东北是缺乏商业经济的，而其社会的商业氛围也没有很好的历史沉淀。反观目前商业社会发达的江浙、两广四省，商业氛围由来已久，明清十大商帮即有四五个在这两片地区，或者紧邻之，如潮商、广商、苏商、宁波商帮、龙游商帮、徽商、福建商帮等。

为什么印度的经济发展一直步履艰难，政府效率低下，而中国从改革开放以后政府的政策却十分有效，经济迅速崛起？在历史上，印度只在很短的时间里是以一个统一的国家出现，语言、种姓的隔阂更加深了其国家行政的困难，但中国自从夏商周开始，即在大部分时间是一个统一的整体，秦始皇在2 000多年前实行的“车同轨、书同文”更加深了这种大一统。中国人已经习惯了服从一个中央的命令，而这种习惯在扫除经济发展遇到的桎梏时就显得十分有效。

为什么香港最近几年逐渐被上海赶上？是香港没落了吗？其实在新中国成立前，香港的城市地位并不比上海高，甚至要低于后者，但在改革开放以前，上海的经济发展却相对停滞，以至于香港超车了几十年。在上海以及一些其他传统港口城市，如厦门、宁波、天津开始重新补上自己的经济课以后，香港的优势就不再明显，而其已经太高的发展水平又限制了其进一步发展的潜力。由此看来，在2008年国际金融危机以后，香港的经济地位相对下降，难道不是正常的历史回归吗？这难道真的是香港犯了多少错误造成的吗？

凡此种种，不一而足。为什么日本在黑船事件后的短短几十年就建立了发达的工业化社会，非洲却在欧洲殖民者到来后的几百年时间里都没有做到？为什么中华文化圈、盎克鲁-撒克逊文化圈的国家和地区经济发展得都不错，西班牙、葡萄牙文化圈却相对较差？

所以，在试图理解一个问题的时候，如果我们能从大社会的角度入手，分析历史、文化、人口、社会、地缘的因素，最后再分析具体的政治和经济因素，直到投资问题，也许会更容易得到清晰的视角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　如何投资国际市场：搞得懂、分得散、忍得住

300年前的1720年，英国爆发南海股票泡沫，无数投资者损失惨重，然而也得到了宝贵的教训。而我们的内地股票市场一路走来，至今不到30年。所以，今天当我们面对海外市场时，应当更加谨慎、审慎、深思熟虑，而绝不应该感到兴奋。毕竟，以几十年经验对抗几百年经验，这不是一场公平的战斗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海外投资没有想象中那么美

最近几年，由于担心本币贬值，考虑投资海外市场的投资者越来越多。但是，海外市场真的好吗？这里，就让我们从投资而不是单纯汇率的角度，来思考一下海外市场和内地资本市场之间的差距。

从16世纪英国南海泡沫时代算起，西方资本市场已经经历了三四个世纪的发展。时至今日，仍然在市场上活跃的投资者，其经验之老到、嗅觉之敏锐、情绪之冷静，远非国内投资者特别是个人投资者可比。在这种情况下，投资海外股票市场，对于内地投资者来说是一件胜算非常低的事情。从这个交易对手的角度来看，内地股票市场简直像天堂一般。内地股票市场波动巨大，投资者对资产的定价极不准确（这点从内地和香港股市之间不同的价差也可以看出一些）。这种不准确，固然会在很多时候造成价值投资者找不到标的，或者要忍受更长时间、更大范围的价格与价值的背离（这对管理客户资产的机构投资者构成了严重的挑战），但同时也带来了许多完美的交易机会。而在海外市场、国际市场，这种交易机会是难得一见的。同时，由于内地投资者对内地股票市场的理解天然具有信息优势，这就进一步使得在内地市场获得超额收益的概率更大。

在以上两种力量的叠加之下，遵从价值原则的投资者在内地市场能够获得的超额投资回报可能达到甚至高于每年10% 。而如果投资海外市场，即使人民币在目前的基础上进一步贬值，也很难取得内地股票市场能够带来的回报。

对于海外债券市场来说，在如今的全球负利率时代，投资者则会面临收益率太低的问题。而如果选择收益率高的信用类固定收益产品，更可能血本无归。毕竟，海外债券市场是如此的成熟，很难有收益率又高本金又安全的产品让我们轻而易举地发现。

对于海外房地产市场，则存在估值太高、法律法规限制、运营困难等诸多问题。众所周知，由于大量中国资本的涌入，澳大利亚、加拿大等地的房地产价格相对于租金的比例已经逐年攀升，能继续取得多少回报很难预测。同时，当地法律是由本地势力所制定和影响，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难对华资有什么优惠。最后，远隔重洋打理、运营地产，从来都不是一件轻松的事情。当然，这并不是说内地的房地产市场就值得投资，毕竟它们相对租金的价格也已经高得离谱。

综上所述，投资海外市场存在大量的不确定性，以及大量能力极强的对手，而同时内地市场的交易对手经验更欠缺、本地获取信息更容易，因此对于有准备的价值投资者来说，在内地市场获得更高的收益，其概率明显要高于海外市场：即使在考虑了汇率的波动以后也是如此。

不过，毕竟不是每个投资者都可以称得上是合格的价值投资者，或者说大部分的投资者其实不具备独立投资的能力（不然为什么有那么多人在A股赔钱呢）。我以为，对于这部分投资者来说，不论投资内地还是海外市场，最好的办法是不要自己动手，而是找规模最大、声誉最好、历史业绩最可靠的机构投资者，然后把自己的资产分散地交给他们。如此，没有经验的投资者既可以从大概率上保证资产的投资专业性，又避免了可能出现的极端黑天鹅情况。不过，话说回来，这种投资方法似乎是专业的FOF基金（基金中的基金，即优选基金）的基金经理才会做的事情，似乎又需要挺强的专业性。不过，投资本来就是件专业的事，躺着赚钱的事情古时候没有，现在没有，将来也不会有。仔细想想，难道不是这样吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

港股投资三策略

由于制度设计、历史沿革、投资者构成等多方面因素，香港股票市场与内地A股在许多方面完全不同，而投资者在A股惯用的一些投资手段也因此在港股很难行得通，更有可能导致一些投资者蒙受在A股难以想象的巨大损失。这里，就让我们来看三个在港股进行投资的有效策略。掌握了这些策略，投资者尽管不一定能一夜暴富，但多半能够有效地降低投资风险，取得超过一般水平的回报。我把这三个策略简单归纳为：搞得懂、分得散、忍得住。下面，就让我一一解释每个策略的要点。

（一）搞得懂。不同于A股过去几年题材横行的市场气氛，尽管港股也存在跟风炒作，但大部分股票的定价仍然相对比较合理。举例来说，在2014年9月，同为啤酒行业，但是增长前景比较明朗的青岛啤酒（0168）当时的PB为4．2倍，而业务相对较差的香港生力啤（0236）只有1．1倍。这种主要以企业基本面为导向的估值体系，导致在港股投资自己不懂的公司十分危险。一旦企业基本面背离投资者的预期，则股票的价格会发生巨大的变动，其变动幅度往往超过A股投资者的理解范围。

而反过来，当市场恐慌时，投资者如果非常了解所涉及的公司，也往往能以意想不到的价格买到绝佳的便宜货。举例来说，老牌香港大牛股思捷环球（0330）（即著名服装品牌Esprit的持有者），其股价在企业经营不善以后，迅速从2007年的94．7港元（复权，下同）下跌到2011年最低的6．8港元。而在2011年高铁事故以后，中国南车（1766）遭到投资者抛弃，股价从10．5港元一度暴跌至2．2港元，而之后随着中国铁路行业的发展又涨回目前的7．2港元。所以在港股，真正理解一家公司，就能更好地避开风险、发现机会。

（二）分得散。在港股，就算投资者能够投资于自己熟悉的公司，并且持有足够长的时间，也不一定能保证投资者取得理想的回报，这是由港股复杂的资本运作规律造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例来说，港股大股东可以在股价低迷的时候对股票进行私有化，如已经退市的阿里巴巴（1688）在2012年所做的一样。尽管不愿意接受私有化方案的投资者可以选择继续以少数股东的身份留在企业中，但是也必须蒙受丧失流动性、增加交易成本的代价。此外，港股存在大量业务不在内地的公司，如主要在北美主营保险业的宏利金融（0945）、在欧洲经营铝业的俄铝（0486）、在香港经营媒体业的星岛（1105）等等，这就导致投资者想要对这些公司有直观的认识难上加难。

在以上因素的共同作用下，投资者在港股投资时，面对的来自各方的不确定性较A股大为增加。因此，进行大量的分散投资，就成为保护投资资产的最重要方式之一。这样，即使有一些投资标的因为不可预见的因素导致了出人意料的表现，投资者也不至于蒙受重大打击。一般来说，经过精心挑选的股票数量最少要在15只以上，才可以勉强称为分散投资，而有时间和精力的投资者不妨把投资标的的数量再增加2～3倍。

（三）忍得住。相对A股来说，港股的股票估值范围十分宽泛。一般来说，不太盈利的公司或者投资者质疑其盈利前景的公司，PB多在1倍左右，盈利能力较强的公司则PB较高，最高可以到8～9倍，而持续亏损的公司PB可以到很低的水平，跌破0．5倍者比比皆是，甚至会低到0．1倍的水平。可以看到，港股的估值水平首尾相差十分巨大。这也就意味着，当一家港股公司业绩转好时，投资者可以看到远高于A股的估值上涨和股价表现。但反过来，当公司基本面下滑时，股票的表现之差也会出人意料。这就要求投资者在抓到确定性机会时，需要对盈利忍得住，不过早卖出自己的筹码；同时在发现企业瑕疵时也要忍得住，不能因为价格的小幅折让就过早买入便宜货。

总结来说，相较于A股，港股更注重价值、波动更大、资本规则更复杂、投资对手也更加专业化。因此，投资者在投资港股时，必须比投资A股更为谨慎，不能随便利用A股现有的一些投资逻辑。凡事搞得懂一些，投资分得散一些，波动忍得住一些，方才能够更加稳妥地取得投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资港股必须知道的六件事

随着Q DⅡ、港股通等投资渠道的不断放开，以及2016年香港股票市场大幅起落，港股已经成为一个越来越吸引价值投资者的标的。在这里，我想指出投资香港股票市场，投资者需要注意的六件事。

（一）难上易下的估值，以及国际资本不信任带来的机会。如果我们仔细观察港股的历史估值，会发现其呈现“难上易下”的规律，即其估值水平向下突破极值容易，向上难。这一方面是由于香港市场投资者相对更成熟，导致股票市场估值变得很贵相对较难，另一方面也是由于香港投资者的构成中，有不少来自于对中国经济并不十分信任的国际资本。这类国际资本的存在，导致在中国经济或者一些行业遭遇困难的时候，香港市场交易的股票会达到极低的估值。但是，由于中国经济自身不为这些国际资本所认知的稳定性，这种低估值行情，也常常带来极其优良的买入机会。1997年亚洲金融危机、2008年全球金融危机、2011年甬温线铁路事故、2014年香港“占中”事件等，无不是此类机会的绝佳案例。

（二）更专业的投资者群体和更有效的定价。当中国信达（01359）于2013年底在香港上市时，我曾在香港浏览过当地证券营业部为个人投资者提供的IP O分析报告。整个报告长达20多页，逻辑清晰、数据翔实，内容丰富程度甚至高过一些内地机构投资者使用的研究报告。这个例子从侧面体现了香港股票市场投资者的相对专业化，在这样的市场里想要找到低估值的资产也就相对内地的A股要难很多。举例来说，在港股，我们多半会发现同一行业中，基本面更好的公司会享有更高的估值，很难找到好公司反而便宜的状况。但是，在当前A股，这一现象并不明显，更高的估值往往是由市值更小而非基本面更好的公司所享有。

（三）技术分析基本无效。在A股，使用技术分析者仍然众多，这是由于A股趋势性极强的属性所导致的自然选择结果。但是，在港股，由于投资者高度理性，技术分析的用武之地已经变得很小。举例来说，在本世纪以来的十几年中，使用20日简单移动平均线分析主板指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的A股投资者，仍然能取得不少超额收益。但是，在港股如此操作的投资者则很难取得超额回报。

当然，在历史上，如20世纪70—80年代，技术分析在港股也曾十分有效。不过，随着市场的逐步进化，价值投资者的比重越来越大，今天这种分析手段的有效性已经大不如前。

（四）香港小公司股票盈利能力总体而言很低。与A股的小公司目前盈利能力尚佳不同，港股小市值企业的盈利能力从整体来说不太理想。举例来说，标普香港创业板指数的ROE和ROA 从2008年全球金融危机至2015年，常年保持在0以下。这意味着，这么多年以来，标普香港创业板指数的成分股从整体来说，给投资者持续带来了负的资本回报。

（五）值得注意的大股东诚信问题。由于香港资本市场的监管相对自由化，可供大股东进行资本腾挪、操作的空间也就更多。由此，在历史上，我们经常能看到香港上市公司大股东用各种手段，为自己攫取非分的利益。所以，在香港市场投资时，投资者一定要考虑大股东的诚信度是否可靠。从历史经验来看，有三种类型的大股东相对更为可靠一些，其一为内地大国资、大央企股东；其二为已经经营上市公司三代以上的华资家族股东；其三为治理结构完善、上市历史悠久的西方资本股东。

（六）恒生指数从1964年至今的全收益涨幅惊人。尽管投资港股存在各种在内地资本市场不常遇到的风险，但是，香港股票市场仍然被历史经验证明是全球回报率最高的市场之一。从1964年设立至2015年9月，恒生指数已经从100点涨至21 504点，涨幅210多倍。而且，由于恒生指数并不包含股息，如果我们以2．5%的年均股息计算复利，则这51年中股息带来的回报高达253% 。如此，则计算股息的全收益回报会达到约740倍。面对这样诱人的回报，难道还不值得我们多投入一些精力，去研究、分析、了解香港股票市场吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从基本面和两地比较研究香港市场

与内地A股不同，香港股票市场以机构投资者为主，相对更为讲究基本面的分析。这里，就让我们看看从基本面和两地比较的角度，能在香港股票市场找到哪些研究结论。

（一）估值常常比A股低。从历史数据来看，香港市场被低估的时候比A股要多，而且偶尔会达到很低的水平，比如2002—2003年、2016年的恒生国企指数等。在香港市场估值极低的时候，尽管从历史上来看，从指数的角度来看，其在最低水平附近常常能维持较长的时间，但这并不妨碍它们成为优秀的买点。何况，从历史上，我们可以发现，在一个市场被低估／高估的时候，试图寻找可能导致估值回归的催化剂是一件非常艰难的事情。曾经在华尔街流行的一个笑话说明了这种情况。问：请问1982年市场7倍PE的时候，价值投资者都在做什么？答：他们10倍的时候就满仓了，正在和投资者解释为什么亏了30%。

（二）香港经济的问题有多严重。在投资一个市场之前，我们必须考虑本地经济是可以继续健康发展，还是会持续陷入动乱和衰退。在这个问题上，最近几年的投资者无疑对香港是有疑虑的。不过，在抨击香港经济的言论中，我们很少听到对正常经济体发展潜力问题的分析。但是，对一个地区的经济发展来说，经济发展潜力又是重中之重。形象一点来说，如果假设人类社会最高的发展水平就像考试得了100分，那么对于一个已经考了80分的学生来说，继续前进无疑是困难的。但是对于一个只考了20分的学生来说，一个晚上的补习就可以前进不少。

目前，中国香港人均GDP和美国人均GDP水平几乎相当（2015年世界银行购买力平价统计口径），而这一点和日本在1989年前后的情况极其相像。同时，内地的该指标大约只有上述二者的1／4。也就是说，当一个社会逐渐成熟以后，由于其不论在物质和科学技术上，还是在社会组织结构上，都已经达到相对完整的状态，导致这个社会继续发展的潜力变小。这时候，一旦经济有风吹草动，这个经济体受到影响的概率就会增加。但是，这种情况下的社会，其实和陷入困境行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将崩溃的社会，有本质的区别。此外，港股中大量的成分股并非香港本地公司，而多来自发展潜力仍然很大的中国内地、东南亚等。所以，港股的低估值仍然是十分可以依赖的。

（三）高分红与股票指数没有反映出来的高回报。内地资本市场的投资者大部分并不太关心分红，但在投资港股时，由于估值的低廉，分红则成为一个不可不考虑的问题。当指数低估时，恒生指数、恒生国企指数的分红都相对较高，甚至比A股指数最高的水平还要高出不少。因此，在考虑香港市场真实回报时，我们必须加入分红因素，即使用全收益指数代替传统的股票指数。在这种计算口径下，我们会发现港股长期的回报率，远高于股票指数所表现出来的情况。

（四）恒生A H股溢价指数：10年里的10次转折。不知道从何时开始，内地资本市场投资者中开始流传“A股一直比H股贵”这样一个理论，甚至好事者为其找出了许多支持的理由。但是，当我们仔细看一下数据，就会发现事情并非如此。在过去10年中（2006—2016年），由恒生AH股溢价指数所显示的，A股市场比H股市场估值更高的时候有5次，更低的时候也有5次（尽管每次A股溢价的时间更长）。这意味着，对于在两地市场切换的投资者来说，至少从主板指数的层面上，过去10年有10次享受更低市场估值的机会： A股更低则买A股， H股更低则买H股。

（五）A股、H股同时上市股票细分研究显示H股定价更合理。如果进行A股和港股的对比，则我们会面临很多问题，比如两地上市企业资质不同，行业不同，等等。但是，同时在A股和H股上市的公司，则不存在此类问题。对此类公司来说，在A股的估值往往呈现出明显的市值越低、估值越高的情况（2010—2016年的情况就是如此），然而在H股则并不存在这种情况。但是，市值越高的公司，体现出净资产收益率更高、股息率更高的特征。由此可以看到，对于同时在两地上市的企业来说， H股的定价显然更为合理。

（六）分红是如何影响A H股溢价的。与简单认知的不同，A H股溢价率（无论A股溢价还是H股溢价）并不是一个简单的恒定值。在A股和H股股价均保持不变的情况下，分红率会逐渐使得投资者实际支付成本的溢价变得更高。让我们来看一个简单的模型。假设一家公司的A股股价是15元人民币，港股股价在折算完汇率后为10元人民币。在这个时候，这家公司的AH股溢价是50% 。假设这家公司每年分红0．75元，同时其A股和H股股价在未来10年保持不变，分别为15元和10元。那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，10年以后，对于A股持有者来说，持有该股的实际成本为15－0．75×10＝7．5元， H股为10－ 0．75×10＝2．5元。这时，很明显，A H股实际成本溢价会从50%变成300% 。如果说50%的溢价是我们容易见到的，那么300%的溢价明显并不容易保持。所以，对于长期价值投资者来说，分红会对A H股溢价下投资者的实际回报产生缓慢但巨大的影响，这一点不容忽视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊久易大涨：从美股历史经验中发掘规律

与以往常见的资产泡沫不同，2014年年末A股蓝筹股的上涨，主要的动力并非完全来自市场的跟风炒作，而是与蓝筹股类资产在过去数年中的大熊市息息相关。也就是说，蓝筹股类资产被压抑得太久之后，其筹码大多已经从投机者手中转到了坚定看好蓝筹股价值的投资者手中。在这种情况下，一旦市场行情启动，蜂拥而入的投机者就很难收集到足够的筹码，从而导致有价无市，价格暴涨。

事实上，这种“熊市时间太久、估值太低导致价格一旦反弹幅度就很离谱”的情况，在金融史上并不是第一次出现。在1970年代的美国股票大熊市的末期，我们就曾看到这样的情况出现。在整个1970年代前后，美国股市出现了长达十余年的大熊市。在1968年11月底标普500指数的月线收于108点以后，在14年的时间里标普500指数可谓原地踏步，在1982年7月底收于107点。在1982年，标普500指数的PE估值大约是7倍。彼时，经历了十余年熊市的美国民众对股票类资产已经基本绝望，而即使是最坚定的机构投资者也疲于应付熊市带来的亏损。有一则笑话反映了当时投资者的窘境：“请问1982年美国股市PE只有7倍的时候，那些自诩为价值投资者的人都在做什么？”“他们在10倍的时候就已经满仓，正在向投资者解释为什么居然亏损了30%。”

在被熊市压抑了十余年之后，美国股市终于开始反弹。而由于投机者手中基本已经没有筹码，反弹的力度也让人吃惊。从1982年7月底至1983年4月，9个月的时间市场从107点涨至164点，涨幅约53%。在此之后，美国市场经历了80—90年代的震荡上扬，其中甚至包括1987年10月单月标普500指数22%的暴跌。但是，当这轮牛市真正结束的时候，标普500指数在2000 年3月触及了最高点1 552点，是18年前股票市场的15倍。而且，这个倍数中还没有包含股息的回报。不过，2000年标普500指数的PE估值已经高达30倍，这拉开了之后10年中美国股市震荡的序幕。

在美国股市的例子中我们可以看到，在超级大熊市的末端，由于情绪在之前被压抑到极点，而市场中的投机者也基本出货完毕，导致市场一旦反弹，其速度可能超出一般的行情。但是，不同于一般的泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫式上涨，由于行情启动时资产的估值已经太低，因此这种上涨很难显著改变资产之前的低估值状态，从而导致短期较大的涨幅，也并不能作为判断未来一定发生调整的充足条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

便宜不是投资的唯一理由

价值投资的精髓之一，就是不能买得太贵。但是，有时候投资者却把这条规律理解成了“只要买的便宜，就一定是好投资”。由于退市制度的不完善，以及上市公司壳价值的稀缺性，这样的总结在A股市场看起来似乎并无太大问题。但是在国际资本市场，如果没有优良的盈利作为支撑，便宜的投资有时也会导致投资失败。

他山之石，可以攻玉。从长期来看，随着中国内地资本市场的逐渐规范化，即使价格便宜的资产，也会逐渐为投资者带来更多的麻烦，而不是回报。这里，就举两个笔者经历过的失败的便宜资产投资案例。

第一个例子来自中国香港市场。大概在2013年下半年，笔者在港股市场发现了一家葡萄酒生产商的股票。当时，这家公司的估值大概是0．5倍PB。仔细分析这家公司的净资产，会发现其中现金及现金等价物占了大约一半，同时基本没有负债。这也就是说，这家公司的市值和其拥有的现金相当，而剩下和市值相当的净资产等于是白送的。更难能可贵的是，这家企业的财务报表由国际四大会计师事务所中的一家出具了无保留审计意见。从便宜的角度来说，这家企业几乎无可挑剔，而其经营状况也不算太糟。尽管由于葡萄酒行业竞争激烈，小品牌的生存空间受到挤压，这家企业的营业收入也较之前年度下滑了大约20% ，但总还算是正常经营的。彼时，笔者几乎无法挑出这只股票的毛病。但是，这家公司的业绩在之后的一年半中并无起色，估值也从很便宜变成非常便宜。现在，这家公司的股票价格已经较一年半前下跌了大约1／3。

另一个例子来自俄罗斯。在2013年年底的时候，俄罗斯RTS指数的PB下跌到大约0．5倍，PE则为大约6倍。从政治形势等方面看，当时的东欧形势还算稳定，因此，笔者以为这应当是一个不错的投资机会。在做出这个投资决策的时候，笔者所忽视的问题在于，自己对俄罗斯市场并不了解，对其政治、经济不稳定的状况也没有足够的认知。其时，虽然有伦敦的朋友提醒“俄罗斯资本市场历来不稳定，便宜也不一定能买”，但是笔者仍然为其估值所心动。结果，在2014年，由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政治动荡和油价下跌带来的双重打击，俄罗斯股票市场以美元计价的RTS＄指数下跌了45．2％ ，估值也大幅下降到0．3倍PB、3倍PE左右。

从以上的例子中我们可以看到，在波谲云诡的国际资本市场中，便宜并不是投资的唯一理由。在中国内地资本市场的过去30余年中，由于经济高速发展、政治稳定有序，投资者只要买入资产的价格不贵，总是能够获得不错的回报。但是，随着中国经济长期增速逐步下降，便宜的资产并不总会成为优质的资产。只有便宜而且优质的资产，才能为投资者带来更加稳妥、丰厚的回报。

不过，极度便宜的资产，有时候其估值也能抵消基本面的一些负面作用，正如当前俄罗斯市场的估值让人感到更加心动。也许有的投资者还记得上一次国际资本市场中主流股票指数达到0．3倍PB估值的例子，出现在1997年亚洲金融危机之后的泰国。在随后的1年中，泰国SE T股票指数最高上涨了大约150％ ，而在之后的15年中则上涨了大约8倍。也许0．3倍PB的俄罗斯股票指数真的是一个投资机会？笔者不敢再下结论了，亲爱的投资者，你说呢？[1]

注释

[1]本节发表于2015年1月底，俄罗斯R TS美元全收益指数，即代表购买俄罗斯股票指数的整体美元回报率的指数，在之后的4个月中即从大约950点反弹至最高约1 380点，涨幅高达45％ 。之后快速下跌回2016年1月的最低850点，但又很快从该位置在大约8个月后反弹至最高约1 410点，反弹幅度约65％ 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件驱动有多难把握

许多投资者喜欢谈事件驱动，就是根据一件事的发生，预判可能发展的方向，然后做出相应的交易。然而，这种看似动作酷炫、谈资颇丰的交易，可不是一件简单的事情。在《股票的长期投资》（Stocks for the Long Run）一书中，杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）用一段历史经验佐证了进行事件性市场预测是多么的困难。

第一次世界大战开始后，美国投资界普遍担忧华尔街股票市场会受到极大冲击，交易所因此宣布休市5个月，试图减轻可能到来的冲击。恐慌情绪在投资者中蔓延，在休市期间，黑市交易的股票价格下跌了约20% 。

但是投资者随后发现，不仅战火没有蔓延到美国本土，而且由于欧洲对军火、工业品的需求大增，美国企业的利润开始飙升。结果，在交易所恢复交易以后，美国股市连连上涨，之前在黑市卖出的投资者后悔不迭。

市场“记住”了这个教训。几十年后，当第二次世界大战拉开序幕时，美国股市在德国入侵波兰的第一天即跳升了数个百分点。“又聪明又有经验”的投资者意识到，赚钱的机会又来了。但是，富兰克林·罗斯福总统很快宣布，美国士兵在前线流血、资本家却在后方赚钱的局面并不公平，因此极力促成征收了一项针对战时企业盈利的重税，美国企业的税后利润随之骤降。结果，市场持续下跌了数年，直到战争接近尾声才开始反弹。

可以看到，美国投资者在两次世界大战爆发时，都错误地预测了之后的市场走势。事实上，在众多案例中，资产价格受到如此多方面因素的影响，而各种因素之间又互相影响和纠缠，因此预测它们的变动的难度也就往往超出投资者的想象。想据此获利，也就难上加难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希腊老船王的投资智慧

“航运是一个复杂的行业，但是我们的投资理念很简单，主要只有五点。”2013年刚过，在雅典海岸边的家里，72岁的希腊船王西米恩·帕里奥斯（Simeon Palios）对我说。西米恩·帕里奥斯是希腊人，一辈子都在经营家族的航运事业，旗下的Diana航运（Diana Shipping，DSX）是美国的上市公司，拥有数十条海船。在BDI指数从2008年逾12 000点跌到2012年只有不到800点的国际航运市场，Diana航运的净资产却从2008年的7．7亿美元增长到2011年财报的12．1亿美元，不能不说是一个奇迹。

“航运市场波动性非常大，但是我们做了几十年，深知其中波动的道理。”老船王说，“所以首先，在美国股票市场的帮助下，我们得以在股价高估的时候增发股票，募集更多的现金。其次，我们在行业景气的时候不扩张，而是收缩船队的数量。再次，我们在危机到来之前会把船龄更新，以便能度过即将到来的萧条：那些年轻人看不到这些危机，在我们眼里却是一清二楚。最后，在萧条期里，由于我们有足够的现金和年轻的船队，我们可以收购许多便宜的资产，甚至可以借一些贷款来扩大杠杆。此外，我们永远只和最大的公司合作，这样即使在危机的时候，我们的租船费用也很少被拖欠。”

“就这么简单？那么，现在BDI指数如此低迷，你知道它何时反转吗？你们的收购会不会早了点？ ”我问。

“你不可能知道，不可能知道。”老船王的答案让我吃惊，一个一辈子在航运业经营的船王，居然说自己不知道市场何时会反转。

“但是，它终有一天会反转，我做了一辈子，见惯了航运业的大起大落。”老船王又强调了一遍， “你永远不能预测市场何时反转，你所要做的很简单，就是在资产低估的时候买入它们，甚至可以放一些杠杆买入它们。只要这样做，你一定会有回报。”

“那么，你们有没有考虑过多元化经营？ ”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“没有，从来没有。”老船王语气坚定地说，“我们的家族从来只专注于航运事业本身。这个世界上可以做的事情很多，但是你只要在一个领域能比别人做得好就足以容身了。想在很多领域都做好，这是一件非常困难的事情。航运是我们的家，也是我们的立身之本，我们从来没有考虑过拓展到别的行业去。”

午餐在地中海明媚的阳光里结束了，我的思绪却回到万里之外的A股市场。在2000年，A股市场的股票估值是同样港股的15倍，我们卖了吗？在2005年，上证综指的估值在全球处于最低，我们买了吗？在2007年，A股市场的估值再次回到2000年的水平，我们持有现金了吗？在2010年底，小盘股的估值平均达到蓝筹股的3～4倍，我们还持有小盘股、看空蓝筹股吗？[1]这么多的危与机，我们把握住了吗？我们专注于自己的投资了吗？我们只和那些基本面优异的公司打交道了吗？如果没有，我们应该怪市场，还是怪我们自己呢？

注释

[1]在2010年底以后的2年中，代表蓝筹股的中证100全收益指数下跌了大约9%，而同期小盘股指数中证500全收益指数下跌了大约33%。但是，由于A股投资者过于偏爱小盘股，在2013年和后来的时间，小盘股又产生了一轮远超蓝筹股的行情。当然，这种超越仍然是以估值抬升为主要动力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你看过索罗斯写的研究报告吗？

20世纪60年代，美国的爱霍德·布雷彻尔德公司有一个证券分析师撰写了一篇报告，指出当时的一个巨大泡沫：联合企业泡沫。具体说来，由于当时一些大型美国企业通过兼并收购做大规模，同时降低原有股票的估值，它们的股价也就水涨船高。而这位大胆的分析师指出，这种自我增强的泡沫必然不可持续。但是，当时这篇报告并没有引起人们的重视。甚至在联合企业泡沫如其所预期般破裂之后，大多数投资者也很少能想起这位分析师。原因很简单，因为他所在的公司并不是太有名，而市场永远更容易记住宣传者而非正确者的声音。

一直以来，国内的各类分析师评选也常常进行得如火如荼。但是，有多少人仔细考虑过，这些评选的机制本身也许就有问题。原因很简单，得到最多选票的分析师，一定是市场最认可的，而不一定是最正确的分析师，而我们又如何能够期望通过市场最认可的投资逻辑就可以取得超额回报？你记得2000年前后有多少人让国内投资者买房子吗？那时候大家都在说科技股；2005年6月又有多少声音敢看多A股？彼时默默买入的主要是Q FII；你又记得2008年底有多少评论看好美国股票？沃伦·巴菲特倒是在当时写了一篇名文《我正在购买美国》。

那么，抛开纷纭的逻辑，最近几年国内资本市场最重要的事究竟是什么？如果说过去15年是房地产的世纪，将来15年应该是股票尤其是低估值、高价值的蓝筹股的世纪。而看不到这些，光靠其他各种纷繁的手段做投资，很可能是不上算的。这好比九方皋相马：得其精而忘其粗，在其内而忘其外。

不要忘记，1964—2014年，恒生指数上涨约230倍，算上股息更多；1980—2000年标普500指数大约上涨15倍，加上股息可能是18倍；2008—2014年阿根廷股指上涨了大概10倍，扣掉通胀仍有大约5倍。股票的历史，并不只有A股过去10多年的惨淡。而这种“惨淡”，更大程度上是由于A股在2000年和2007年估值太高造成的，而不是因为我们的市场天生就不值得投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，回到开头那位分析师。为什么现在我们这些远在万里之外的中国人都会知道他曾经写过这样一篇报告呢？当时不是连美国投资者都没有记住他吗？这是因为，这位投资者后来离开了证券分析行业，在1973年创立了自己的基金管理公司，并在几十年之后成为这个星球上最伟大的投资者之一。他的名字，就叫乔治·索罗斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股票指数”可以很厉害

尽管投资者对上证综合指数、沪深300指数等指数耳熟能详，但是关于全球指数的许多细节，也许大家并不了解。这里，我们就来谈一些关于股票指数的知识。

（一）一般的股票指数不包含股息。不少投资者也许没有想到的是，一般来说，常见的股票指数，如上证综合指数、恒生指数、标普500指数等，都是不包含股息分红的。那么，分红会有多大的影响？假设有一个股票指数，每年扣除分红以后的基本面增长为12% ，分红率为3%（这符合大部分优质经济体股票指数的基本面特征），那么在估值不变的情况下，在20年里，一般的股票指数与考虑了分红与分红再投资的指数即全收益股票指数，分别会上涨845%和1 537% ，两者几乎相差1倍。有鉴于此，美国监管机构已经要求机构投资者在将自己的业绩与股票指数比较时，必须同时参考全收益股票指数。同时，投资者在购买了管理费用较低、跟踪误差较小的指数基金以后，也会发现指数基金的表现往往会好于标的指数，这也就是分红所起的作用。

（二）赚钱不一定要靠个股，股票指数也可以很厉害。A股投资者往往喜欢自行购买个股，但事实上，股票指数就是由个股组成的，当大势向好时，其表现也可以很惊人。举例来说，1964—2014年，恒生指数上涨约230倍，这还没有考虑股息；1980—2000年标普500指数大约上涨了15倍，而全收益口径的回报是18倍左右；2008—2014年阿根廷股指上涨了大概10倍。

（三）股票指数没那么容易跑赢。虽然股票指数长期来说并不差，但是今天的A股投资者不爱指数自有原因。相对大部分中小市值个股，主板股票指数在2010年以后的多年里，表现实在太差了。不过事实上，在成熟市场，股票指数可没那么容易跑赢。在美国市场，机构投资者作为一个整体在长期很难打赢股票指数，而A股投资者在多年里的超额收益，主要来自小公司估值的抬升。

（四）股票指数也可以预防通胀。许多投资者购买房地产的时候，有一个理由就是房地产可以抗击恶性通胀。但是，如果说投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对房地产的权属是由房产证和土地证承载的（最终记录在房产局的电子系统里），那么电子化的股权凭证对应的实体企业为什么就不能抗击恶性通胀呢？一个历史上活生生的例子发生在1990年前后的阿根廷，其时阿根廷M2口径下的货币总量，在4年里增长了50 000倍。结果，同期的股票指数上涨了大约80 000倍。

（五）基本面指数比普通指数更靠谱。尽管股票几乎可以被称为增长最快的大类资产，但是普通的股票指数也有不靠谱之处。具体来说，由于常见的股票指数主要由市值加权计算而得，这样一般的股票指数就容易对市场热捧、估值更高、市值更大的股票配以较大的权重，对市场冷落的股票配以较小的权重。而这种“追涨杀跌”的计算方式，会导致股票指数的长期收益有所下降。而基本面指数则屏蔽了这种问题，这种指数主要使用股票的基本面，而非包含了市场心理的市值进行加权。杰里米·西格尔在《股票长期投资》里对这种股票指数进行了详尽研究，并发现这种摒弃了市场心理的股票指数相对一般的股票指数在长期的表现会更好。

关于股票指数的知识还有很多，但总的来说，我们必须看到，股票指数在长期是一种很好的投资品，而加权方式、分红、估值等因素则会影响回报率的高低。在投资股票指数的时候，投资者必须对这些问题进行详细的审查，才能获得更优秀的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛津教授的希望

数年前，在牛津大学历史系的结业课上，头发花白的犹太裔教授问他的学生们：“你们都从我这儿学到了什么？”来自各国的学生面面相觑（很不幸，我也是其中一员），回想纷繁的学习和思考，谁也想不出一个全面的总结。沉默了几秒钟以后，一个大胆的美国学生小声试探着说：“我没觉得学到了什么，但却有了更多的问题。”听到这句话，教授露出犹太人特有的狡黠的笑容：“这正是我希望的”。

“有了更多的问题”，这一教诲当时并没有带给笔者多么深刻的启发。直到工作若干年以后，开始深刻地理解投资的内涵时，才意识到更多地提出问题而不是急切地找到答案这种思维方式的重要性。

市场存在太多的不确定性，要在纷扰的市场里找到可以指导未来操作的解释，需要不断地质疑现有的参数定义、分析手段、市场数据以及最终做出的结论，并不断尝试以更客观、细致的分析过程取代单一的分析结论。否则，投资就很容易陷入“为错误定义结果找到只具备单向解释力的原因，再用只具备单向解释力的原因指导未来的行动，结果导致未来的行动结果仍然不可把握”的怪圈。顺便说一句，在质疑这个领域里，哲学家似乎天赋异禀，这也许是索罗斯能成为投机大师的原因。

提出更多的问题而不是找到更多的答案，在这种指导思想下，我的研究风格逐渐发展为两个截然不同的层面，一是纯粹的价值投资，二是量化投资。我以为，相对其他方法，这两种思路可以经受住更多的质疑，比如为什么货币增速数据在很多国家和地区与股票指数并没有太好的相关性（在中国2005年以前也没有）？为什么资金撤出房地产以后不进入股市？为什么市场在2007年“5·30”以后这么看好蓝筹股，而在过去的两年中那么看好小盘股———经济形势真的有那么不同吗？为什么2010年10月市场会上涨那么多，那时候有多少利好吗？

曾经和加拿大Burgundy基金公司的研究团队聊天，我好奇地问他们的研究员，你们的年换手率是多少？年轻的研究员说：“大概是30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吧。”边上的投资总监正好听到，他端着酒杯，有点醉意地侧过身来说：“哪里有30%，过去3年平均大概是13%。”言罢一脸得意之色。Burgundy基金在过去的十几年中，从几名合伙人成长为手握近百亿美元的大型基金，靠的就是一如既往地坚持价值投资。低换手率，自然也就成为他们的得意之处：只要看中的公司，基本上不需要卖———即使是在2008年。

考虑到中国不规范的投资环境，想找10年不需要卖的公司，实在不是一件容易的事情：改革开放到现在也不过短短30余年，在一个不完全市场化的经济体中思考在长期会发生些什么，需要考虑到太多的其他因素：银行的利差高于国际同行，这种政策保护能持续吗？[1]券商的行业壁垒会打开吗？[2]在不健全的监管体系和缺乏鉴别力的消费者面前，现在胜出的食品企业能维持多久的优势？航空和能源公司未来还能得到多少政府补贴，它们什么时候又能真正离开这些补贴？面对这些行业和公司，我们应该如何分析它们的经济价值呢？但是，也正是不规范的市场，才给了我们水平更差的交易对手、次数更多的交易机会，这，却又是不规范市场带给我们的福利了。

注释

[1]本节成文于2011年，之后中国银行业利差一路下滑。

[2]本节成文于2011年，之后数年，券商行业的竞争开始加剧，直到证券公司互联网化以后，佣金率的下行、竞争的加剧，更是成为一段时间内证券行业的主旋律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被动型价值投资者如何应对私有化

尽管大股东私有化并主动退市在A股并不常见，但是在港股、美股等成熟市场，却是经常遇到的事情。对于被动型的价值投资者来说，投资过程中的价格波动本来并不十分重要，因为其并不会对长期的价格向价值的回归造成影响。但是，如果在投资过程中发生大股东私有化并退市上市公司股票，那么事情就大不一样了。

举例来说，如果投资者在10元价格买入某股票，并预期5年以后价格会涨到50元，但是却在买入股票之后1年碰到了股票大跌，市价跌到只有2元，这时大股东提出以溢价50%即3元价格私有化，那么对于这位投资者来说，原本可以盈利400%的投资，就被这一极端状况变成了亏损70% 。而即使这位投资者坚定看好公司长期的前景，并选择继续持有非上市公司的股权，他也将面临高昂的交易成本，以及可能沦为毫无话语权的超级小股东的可怕结果。

那么，对于被动型的价值投资者而言，如何才能应对私有化可能带来的潜在损失呢？也就是说，即使当一个长期的被动型价值投资者保持了“投资周期中间的价格波动并不影响投资结果”的理念，大股东可能在低价私有化的举动，也会导致看准了企业长期发展的投资者仍然无法“笑到最后”。总体来说，以下三个方法，可以让投资者降低受到私有化伤害的概率。

（一）尽量在估值偏低时买入股票。一般来说，大股东私有化都发生在公司价格相对低估、以现金收购所有股份十分划算的时候。因此，低价买入的股票，因为进一步下跌的空间相对更小，遭受以更低价格私有化的概率就相对较小。反之，如果投资者以合理价格甚至高价买入股票，上市公司经营遇到困难导致股价下挫，从而引发私有化的概率就会变大。

另外，由于大股东在私有化时一般要较当前价格有所溢价，因此低价买入的股票被以更低价格私有化的概率也就相对较小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）在不严重损害投资回报的前提下，尽量分散投资。之前提出的低价买入股票的问题在于，一则投资者不一定每时每刻都可以找到低价的股票，二则有时候好公司的股价很难变得很便宜。在这种时候，尽量分散投资，就显得非常重要。

由于私有化并不是经常发生的事情，而私有化的前提———股票价格大幅偏离价值，也并不是天天都会遇到，即使上市公司的股票价格满足大股东可以从私有化中获利的前提，大股东出于维持上市地位、融资便利抑或现金不足等各方面原因，也不一定进行私有化操作，因此，分散化的投资对避免遭受私有化的严重伤害，就显得尤为重要。当然，分散投资会导致在极其优秀的资产上的投资集中度不够，从而有可能对长期回报造成一定的伤害。但是，相对于维持投资组合稳健的回报，一定的收益率损失也是可以接受的。

（三）重点分析大股东对上市地位的在意程度。并不是每个上市公司的大股东对旗下公司是否维持上市地位所抱有的态度都是一样的，因而在其他投资条件一样的情况下，投资者可以选择那些大股东更加在乎上市地位的上市公司进行投资。

不过，大股东是否在乎上市地位，并不是一件容易猜测的事情，它只在一些比较特殊的场合下才可以被准确判断。比如说，一个地区的交易所公司在自己旗下的交易所上市时，一般不会主动退市，而本地政府持有的最大型国有企业一般也不会随意撤销在本地交易所的上市地位，等等。

我们必须承认的是，私有化带来的潜在伤害、对投资结果带来的不确定性，是难以避免的。但是，遵从了以上几点进行投资，则基本可以保证投资者不会受难以预料的股价大幅波动和随之而来的私有化的过度影响。毕竟，100%的确定性从来都不是追求超额收益的投资者所过度企盼的东西，而风险如果可以控制，那么在追求更高收益的过程中，它也是可以接受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　量化投资与多元化投资：为什么彼得·林奇不喜欢债券？

只凭蛮力，是打不好仗的。打仗最关键的是各个要素之间的配合：步兵配合装甲兵，空军配合陆军，后勤配合前线，等等。只会一种研究方法、只琢磨一种资产，是不容易做好投资的。投资的要旨，也是各种资产之间、各种研究手段之间的配合：成长型行业配合价值型行业，股票配合债券，量化分析配合基本面研究，等等。

其实，在我们的社会里，许多时候都有各种各样的投资机会。这些机会不一定出现在一个地方，而你的视角宽广与否，也就决定了你能找到机会的多寡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数投资的效用：如何做到“以黄金抠者巧”

《列子》中有一句话，“以瓦抠者巧，以钩抠者惮，以黄金抠者惛”。“抠”的意思大概可以理解成赌博，这句话的意思就是说，用一点点小钱去赌博，心里很活络，说起话来头头是道；用多一点钱去赌，就开始有所忌惮；要是把全部身家都压上去赌，心里就很难受了。对应到股市，大概可以做这么一个对照：证券分析师不管钱，心里也最安稳；基金经理管的是别人的钱，心里七上八下，不过怎么说也只是一份工作；散户在股市里拿着自己的真金白银炒来炒去，大概是最不好受的了。

不过，投资这个东西，其实真的不必去赌：看得长一点，我们完全可以做到“以黄金抠者巧”。从长期来看，大部分的投资者，依靠择时、择机会所能占到的收益大概最多只有一半，剩下一半多来自资产的自然增长。举个再简单不过的例子：一个债券投资者不论水平再怎么高明，想在过去20年里打赢一个从100点开始就持有A股股票指数不动的股票投资者，恐怕也是非常困难的。

比如美国指数基金经理和共同基金经理的PK。约翰·博格在《长赢投资》里指出，作为两个整体，美国的指数基金在历史上绝大多数时间里都打赢了主动选股的共同基金经理。这是为什么呢？大概有两个原因。第一个原因是手续费，假设指数基金每年收费0．5%，共同基金收费1．5%，指数每年增长6%，那么20年以后指数的回报是221%，不考虑超出市场能力的情况下共同基金的回报率是137%，指数基金是190%，比共同基金高了53%。第二个原因是仓位。共同基金经理一般喜欢留点现金仓位，从5%～30%不等，而指数基金则以满仓居多。在这种情况下，即使管理费率一样，共同基金经理寻找超额收益的能力必须超过这5%～30%的现金抑或债券仓位相对同等比重的股票资产在长期的增长速度，才能够保证共同基金打赢指数基金。可惜，美国的经验表明，他们没能做到。那么，在今天的A股里，我们的投资者们，又有多大把握保证自己能够做到呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三种量化投资策略细说

量化投资最早从技术分析开始，但是在发达市场，技术分析已经很少被人提及。不过，原始的技术分析在新兴市场比如A股市场仍然有效。不信？看一下20天简单移动平均线对市场的指示意义就可以发现，技术分析在A股市场仍然有存在的价值，这也就难怪投资者仍然对它趋之若鹜。

问题是，技术分析的手段在市场成熟的时候有效性会快速下降。让我们看一个技术分析指标的例子，这个指标的制作规则为：用两条天数在1～100天的指数移动平均线（注意不是简单移动平均线）衡量市场指数，在其均上涨时买入指数，均下跌时卖出指数，否则保持之前操作不变。

在香港市场，这个技术分析指标在恒生指数上产生的超额收益率的有效区间，1971—1980年是大约40倍，1981—1990年下降到约7倍，1991—2000年下降到不到2倍，2001—2010年下降至1倍。可以看到，超额收益率越来越小。在内地A股市场，技术分析的手段虽然有效，但是有效性也在下降。那么，量化投资的未来在哪里？

如果你仔细观察改革开放以来成功的商业模式，特别是金融领域的商业模式，可以发现，几乎所有的商业模式在发达市场都已经出现过，也已被市场所认可。这不是因为发达市场天生更先进，而是因为在残酷的经济规律下，那些没有经济效率的商业模式都已经被淘汰了，剩下来的基本上都是被规则所认可的。从发达市场目前的量化研究来看，原始的技术分析已经大部分被淘汰，机构投资者绝少根据它们进行投资，只是新闻媒体在描述市场动态的时候会不时采用它们进行佐证。发达市场的机构投资者仍然在进行的量化投资分析主要有三个方面。

一是进行超短线的自动化交易，这种手段主要是赚短期心理趋势的钱。从A股市场的成熟程度来看，这种手段所依靠的模型估计在A股会十分有效。但这种超短线交易的问题在于，其每次交易所赚取的利润比例很低，而A股市场隔夜交易和高印花税的制度设计，导致其能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚取的利润有限。此外，这种投资手段对电子技术和数理分析要求极高，数据库和软件的维护成本更高昂。最后，这类策略的有效时间不长，频繁的策略改造和更新也是一种负担。

二是着眼于进行对冲交易，即买入价值高的股票，同时卖出价值低的股票。由于成熟市场的价值发现能力相对比较高，这种策略一直很有市场。这种策略在A股的问题是，首先市场没有足够的衍生品，融券做空的可持续性也很成问题，放大杠杆的工具也极少。其次，A股可以在数年的时间里在总体上无视股票的价值，而在之后的数年，价格再重新向价值回归。

举例来说，1998—2001年，在开始时那些盈利能力更强、同时估值更低的股票，之后的表现反而会系统性地低于盈利能力更差、估值更高的股票，而这个现象随后在2001—2006年得到了彻底的反转。如果在这样的市场进行价值发现型的多空套利，那么投资者可能需要等待远长于成熟市场的时间，同时也只能采用更小的杠杆率，以应对市场的无效性。这两个原因会导致投资业绩的波动率更大，同时回报率更差。

三是着眼于用数量分析挑选出更可能战胜市场的股票，包括等权重策略、高盈利能力策略、低估值策略、高稳定性策略、低股价波动率策略等等。我以为，这个分析方向在A股市场应该有很大的空间。首先，这类策略涵盖范围广泛，能保证在市场无效的年份里也有一部分策略奏效，比如等权重策略。其次，由于投资标的极为分散，所以这类策略与市场价格表现的差别不大，即使跑输市场也不至于大幅偏离。再次，由于A股市场的有效性较差，所以基于这类策略的盈利空间要大于成熟市场。最后，这类策略的有效性持续时间极长，同时维护成本更低。

A股的量化投资空间还很大，各种策略都会有层出不穷的演化版本，以及取之不尽的获利空间。我亲爱的投资者，你们做准备了吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量化交易：一条只适合少数人的路

从资本投入的角度来说，商业模式可以分成两个大类。一类需要企业持续不断地投入，以生产出更新颖、更先进的产品满足客户的需求，否则就会被竞争对手淘汰。另一类则不需要太多的投入与研发，只需要持续地生产出同类的产品就可以满足市场。很明显，前一类行业要痛苦得多，汽车、电子产品、时装等都属于此类，后一类则轻松得多，如原材料、公用事业、带有群聚效应的互联网公司等行业。

商业模式如此，投资的手段也如此。而数量化交易，就属于典型的需要持续投入的行业。在一个数量交易程式被研究出来以后，它的盈利能力往往会随着使用者的增加、市场的成熟而减少，最后导致程序无效。这样，依赖数量化交易的投资机构，就需要持续不断地对研究进行投入。结果，就像制药行业一样，只有少数聚拢了行业内精英的公司才能在数量化交易这个行业里持续领跑。

以股指期货套利为例，2010年，随着内地市场股指期货的上市，期现套利被认为是一种风险最小的数量化交易模式。但时过境迁，套利交易已经随着市场的成熟而逐渐式微。在2010年股指期货上市之初，投机盛行，期现价差波动较大，基差一度达到120点，其年化收益率则常常在30%以上。这种采用买多沪深300指数成分股或者相对应基金，卖空股指期货的套利方式，在当时远远跑赢了股票、债券、不动产等任何一种大类资产的内在回报。彼时，投资者在做套利的时候，可以不用任何计算机程序，只凭手动下单就完全可以胜任。随着股指期货市场的成熟，投资者发现他们的利润不但没有变得丰厚，反而期现价差逐步缩小，套利的难度也逐渐加大。2012年，嘉实基金和华泰柏瑞基金分别推出沪深300E TF，使得期现套利更为便利。随后，这两只基金加入融券标的，也为反向套利提供了条件。但是随着参与者的增加，投资者在更完善的市场条件下，利润空间却越来越小，最后几近于无。

解决成熟市场低收益的一个方法是放大杠杆。姑且不论内地市场的现货端无法取得足够的杠杆或融资成本过高，即使能够取得高杠杆，风险也一定随之扩大，尤其是在极端情况发生的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例来说，2008年9月19日全市场所有产品涨停，但由于停牌、涨跌幅限制等影响，沪深300指数只上涨了9．34%。问题是，股指期货的涨跌幅则是10%。假设那时候股指期货已经推出，则买多现货、卖空期货的投资者当天会亏损0．66%，合年化收益率240．9%。更有甚者，季月合约上市首日、股指期货交割日的期货涨跌幅都是20%。如果这时候“9·19”的行情重演，利用高杠杆的套利者，损失将不堪想象。

那么，投资者可以提前预见到这种极端状况的发生，并且及时降低杠杆吗？显然很难，否则2008年9月18日，也就是大涨前一天，沪深300指数就不会下跌1．75%，否则当年的美国长期资产管理公司就不会倒闭。

所以，虽然数量化交易听起来很高端，在内地资本市场的空间也仍然很巨大，但它真的不适合绝大多数投资者。买入长期、稳定、增长、便宜的资产，才是适合更多人的投资选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析真的有效吗？

技术分析一直在两种投资者中受到截然不同的待遇：价值投资者认为技术分析简直就是摆摊算命，使用技术分析手段的投机者又对其推崇备至，从不质疑那些经典的技术方法，总是从自己的操作方法上找问题，什么信心不坚定、判断不敏锐，如此种种。

事实上，这两种解释都有失偏颇。对这些偏颇的成因以及对技术分析的判定，在我们看来，乔治·索罗斯的解释是非常中肯的。在其著作《开放社会》中（商务印书馆2011年版，第88页），索罗斯指出，这两种对技术分析的完全相反的理解，源于技术分析手段试图将市场作为如物理世界一般的封闭系统来进行分析。但是，由于易错性、反身性等不完全定理的存在，市场事实上并非一个封闭系统，这就导致了在这样一个事实上并非封闭系统的环境下使用在封闭系统中才能够完全有效的分析方法进行研究的时候，得到的结果就具有一定的不确定性。这种不确定性的程度，则由系统与完全封闭的系统之间的相似程度决定：相似程度越高，则不确定性越小。

为什么市场并非一个封闭系统？索罗斯指出，市场的观察者的身份和参与者重叠，这就导致观察者会影响其观察的对象，而其对象反过来又会影响观察者。这两者之间的互相反馈即称为反身性，其结果则导致观察者所得出结论的易错性，反身性和易错性共同导致了市场永远不可能像物理实验室那样成为一个封闭系统。事实上，海森堡不确定性原理也指出物理世界事实上也不可能成为一个封闭系统，但是至少其在经典物理学层面上与纯粹封闭的系统非常近似。

正是由于市场在某种意义上是封闭的，比如相对固定的交易群体、比较类似的宏观经济氛围、沿袭已久的当地文化，导致技术分析的有效性是存在的。但由于这些组成市场封闭性的要素并非完全固定，又导致技术分析的有效性是飘忽不定的。这种半确定半不确定的情况导致价值投资者和技术投机者分别看到了其不确定和确定的一面，从而在同一时刻，对技术分析的有效性得出了截然不同的结论：正所谓盲人摸象，各执一端。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体到实践，在研究中，我也同时观察到了技术分析的有效性和有效性不确定这两种截然相反的现象。不过坦白说，在阅读《开放社会》之前，我始终没有能给这两种完全相反的现象找到一个具有统一解释力的答案。

在有效性方面，举跟随趋势的一些指标来说，其在某种情况下相当有效。在不成熟的股票市场中，比如越南、印度、阿根廷等，平均每10年能带来500%～1 000%的超额收益，多的甚至能达到2 000%～5 000% ，而这种有效性通常能保持数十年之久。显然，对于那些忽视技术分析的投资者来说，这些数据是他们所不曾听说过的。

但就其非有效性来说，任何一个技术指标的参数都会出现漂移和至少是阶段性的毁灭。漂移通常发生在两种情况下，一种是发生在市场大幅波动与相对平静时期之间的漂移，比如A股在2002—2005年属于相对平静期，2005—2009年属于大幅波动期，2010—2011年又进入一个相对平静期，而几乎任何一个技术指标的有效区间在这三个时期内都出现了漂移，但在第一个和第三个平静期之间则差异不大（一个应用方面的问题是，我们其实无法确定未来是平静期还是波动期）。另一种漂移则跨度较长，一般随着市场的逐渐成熟而向毁灭漂移，主要体现为趋势逐渐变长变弱，最终导致技术指标进入毁灭期，这一历程通常持续数十年之久。不过，也有证据指出，这种毁灭可能仍然只是阶段性的。

就现在的内地市场而言，我以为，大部分的技术分析手段还远未走到毁灭的地步，价值投资者也大可不必因为崇尚巴菲特式的投资教条就摒弃这些手段。但是，技术分析手段的漂移是必然的过程，如何应对这些漂移以及可能到来的至少是阶段性的毁灭，也是技术投机者们必须面对的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市上涨靠周一：情绪发酵下的新兴市场特有现象

尽管短期的市场判断是极为困难的一件事情，而且大多数价值投资者都不屑为之，不过，投资永远没有定论，而长期或短期也并不是投资决策的主要标准。事实上，判断的准确性而不是判断依赖的周期，才是投资最重要的事。

举例来说，我们可以在外资投行和对冲基金中看到一些非常成功的交易员，他们也很少进行长期的投资。不过，他们所依赖的短期投资大多确定性极强，从而使得他们能够依赖高频率、小幅度、高确定性的短期投机，累积起长期的优秀投资回报。我记得曾经有一个交易日，在A股于11点30分收盘以后，港股在之后的半个小时上涨了大约0．8%（港股中午收盘于12点）。在这时候，A股在下午开盘后10分钟之内上涨成为非常大概率的事件，有经验的交易员就会在13点开盘时把所有能够进行T＋0交易的短期仓位加满，并在几分钟以后获利了结。可以看到，尽管这个交易周期非常短暂，利润率也很微薄，能够承载的交易量也有限，但是其确定性却非常高。

不过，在大部分时候，长周期的投资判断明显确定性更高，这也就是我们看到投资大师大多是长期规则挖掘者的原因。不过，并不是每个投资者都愿意遵循这种高确定性的长期因素进行交易。

为了更好地解释这种“短期的确定性”，让我们来看一组数据。在A股的牛市中，由于市场受情绪推动，因此其更容易在情绪发酵以后，即假期之后的第一个交易日大幅上涨。在2005—2007年总计576个交易日的A股主板牛市中，周一上证综指涨幅平均值和中值分别为0．84%和0．83% ，远高于余下交易日的同口径数据0．20%和0．29% 。在2012年底到2014年2月的创业板牛市中，周一创业板指数涨幅的平均值和中值分别为0．75%和1．06% ，其余交易日的数据则分别为0．22%和0．13% 。此外，在2008年10月到2010年11月的中小板牛市中，中小板综指周一的涨幅平均值和中值分别为0．77%和1．04% ，其余交易日则分别为0．17%和0．39% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得指出的是，这一“周一更容易上涨现象”在美国等成熟市场并不明显，这很可能是由于成熟市场投资者情绪化不明显造成的。但是，在情绪化仍然爆棚的A股，牛市的情绪显然更容易在假期被点燃。也就是说，大多数投资者在周末互相交流、情绪互相感染，从而导致这种牛市的情绪在周一被宣泄出来。

不过，资本市场瞬息万变，就像那句华尔街谚语所说的，“华尔街有老的交易员，也有胆大的交易员，但没有又老又胆大的交易员”。短期投机永远是危险的活动，概率统计也不能作为投资的决定性依据，更何况，如果我们真的确定是牛市了，又何必在意周一的一点超额收益呢？直接加杠杆赌股指期货岂不是更好？所以，“牛市上涨靠周一”这种情绪发酵下的新兴市场特有现象，在我看来，也只能作为帮助我们更好地理解市场的一个观察角度，而很难作为获利的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衍生品投资真是你的菜吗？

最近几年，随着股指期货、ETF期权等等的推出，A股投资者可以利用的金融衍生品工具越来越多。但是，更多的工具和手段对于投资者来说，真的直接意味着更多的投资收益吗？

事实上，当大部分投资者在热议金融衍生品的意义时，他们忽视了两个基本原则。第一，金融衍生品从整体上来说，并不增加投资者能够从市场上获得的价值。相反，由于经纪中介机构需要收取一定的费用，金融衍生品会减少整体投资者所获得的价值。第二，与股票长期投资不同，判断金融衍生品的价格走向不仅需要考量基本面，还需要考量波动，而资产的波动是极难预测的。也就是说，当一个股票投资者看对了公司未来10年的增长以后，那么他通过长期持有的方式几乎肯定能够获利。但是，一个持有同样观点，却投资了衍生品的投资者，则可能因为价格波动超出预期，反而蒙受损失。

那么，价格波动是否容易预测呢？对于许多投资者来说，这似乎是再浅显不过的问题：价格的波动当然是可以预测的，大家每天做的不就是这件事吗？但是，美国历史上最伟大的股票共同基金经理之一、富达基金的传奇人物彼得·林奇却不这么认为。在《彼得·林奇的成功投资》一书中（2000年英文版，第84页），林奇举了一个自己无力预测波动的例子。1987年夏天，他和他周围的人完全没有意识到市场有什么异常，而第二天道琼斯指数下跌了大约1 000点。事实上，当天的市场经历了整个20世纪最惨烈的日内暴跌，标普500指数单日下跌约27% ，而之后开盘的香港恒生指数单日下跌达到约40% 。

如果说世界上最顶尖的公募基金投资者都认为自己不能预测短期的市场波动，那么我们如果希望能够预测资产价格波动，从而使用衍生品获利，不也是很难达到的吗？事实上，沃伦·巴菲特在多次演讲中反复强调的一个观点就是，流行的期权定价模型，其理论从根本上来说就是错误的，因为这些理论使用过去的价格波动预测未来的价格波动。也就是说，这些期权定价理论想当然地认为，资产的价格波动是可以预测的，而预测手段就是考察过去的价格波动历史。但是，事实上，价格波动的范围之宽广远超出人们的想象。举例来说，2014年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多市场风险中性基金，就因为错误地判断了A股蓝筹股突然而来的大涨，在组合中过多地做多了全市场股票、做空了蓝筹股股指期货，从而业绩大幅下滑。

不过，期权等衍生品仍然能为十分有准备的投资者带来确定性的收益。这种收益并非来自简单地预测市场波动的方向，而主要来自利用不同产品组合而成的复杂而精密的套利模型。这些套利模型如此精密，以至于我们可以认为，它们盈利的概率大于99% 。在这种情况下，衍生品会为冷静的、经过精密计算而行动的投资者带来实实在在的收益。

但是，对于大多数投资者来说，通过精密计算进行套利等盈利模式，不仅研究和执行成本极高，同时收益也并不见得有多丰厚。持有高价值、低估值资产带来的收益，在长期来看，仍然是非常可观的。所以，尽管金融衍生品看上去眼花缭乱、机会多多，但是审慎的投资者在参与之前必须仔细思考：这真的是自己的菜吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你买黄金的理由是什么？

“卒然临之而不惊，无故加之而不怒。” （苏轼《留侯论》）

在黄金价格走牛的岁月里，中国投资者抄底买光商场金条的新闻频频见诸报端。那么，他们看涨黄金的逻辑到底是什么？绝大多数人看涨黄金的逻辑很简单，就是认为全球货币体系维持不住，买黄金保值增值。

让我们姑且假设这种可能性的存在，问题是，在全球货币体系维持不住的情况下又会发生什么？首先会发生的一定是欧美经济的下滑，以及国际贸易的衰退：你能想象全球的贸易商都改用黄金作为贸易计量单位吗？没有了美元，或者没有一种国际货币的国际贸易几乎必然会倒退，而上一次全球都用黄金和白银进行交易的时候大概是风帆时代。国际贸易下滑带来的一个结果就是中国的出口会受阻，而在改革开放以来的30多年里，低估的货币和出口一直是构成中国经济增长以及城市化进程的重要因素。高速增长的货币带来了大量的贸易顺差，为城市带来了工业产业的工作机会，并在一片片厂房之上建立了中国的经济、金融大厦。如果国际贸易衰退，几乎毋庸置疑，中国的经济增速会放缓，城市化进程会减慢。而如果没有增长的经济，我们又怎么能指望房地产市场继续火爆下去？

那么，问题来了，当投资者在购买黄金的时候，他们秉持的信念是国际货币体系的脆弱；而当同一批投资者在购买内地房地产的时候（早上逛完商场晚上就去看房子），他们怀揣的幻想是城市化带来的土地稀缺。这两种情况不可能同时存在，它们之间的矛盾也就显而易见。而这种矛盾只能说明一个问题，即理性思考并不是推动这些购买行为的主要因素。换言之，在资产价格波动以后所找到的基本面因素在一定程度上只是一种解释，而不是一种分析。

而另一部分看好黄金的逻辑来自抵抗通胀。但问题是，如果抵抗通胀是唯一的逻辑，那么在全球市场，我们不应该看到黄金的一枝独秀，而石油、煤炭、钢铁等等物资的价格，甚至房地产与股票的价格，都会有所反弹。一个很好的资产可以抵抗通胀的例子来自于20世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪80年代末90年代初的阿根廷：在当时短短的4年里，阿根廷的货币总量膨胀了约5万倍，而持续交易的股市则在同期增长了大概8万倍。可是，在大部分黄金价格上涨的时候，我们并没有看到这一现象。所以说，投资需要依靠逻辑，但不能依靠流行的逻辑。要知道，流行的逻辑已经决定了流行的价格：它永远没法给你带来超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类金融交易所能成功吗？

最近几年，另类金融交易所在国内市场甚为流行，许多倡议者希望投资者能够像股票市场的电子化交易一样，交易一些另类产品，比如文物、收藏品、红酒等等，“像炒股票一样炒艺术品”成为广为人知的口号。但是，另类金融交易所真的能成功吗？[1]

从改革开放至今，除了传统的商业模式，如制造业、银行业以外，内地成功的创新性商业模式，大都能在国外找到成功的先例。淘宝借鉴了eBay，当当借鉴了A mazon，百度借鉴了Google，上交所深交所借鉴了东京交易所，三大期货交易所借鉴了芝加哥期货交易所，联想借鉴了戴尔，网易借鉴了雅虎，遍地开花的私募股权基金照搬了海外的PE。在商业模式上，内地公司鲜有能创新并成功的案例。为什么？原因很简单，资本主义国家在市场经济方面既比我们历史悠久，又比我们自由，它们自然容易发掘、培养成功的商业模式。可以说，在中国做商业创新，除了照搬国外现有的模式创新，大部分只剩下两条路：和政府、国有资本结合，以不同的体制为载体求创新，比如前两年遍地开花的基金子公司等；或者寻找中国特殊的市场机会，比如淘宝就是切入了中国商贸终端不发达的机会点。

回到金融交易所。海外有金融交易所至今，已经有二三百年的历史。为什么在这二三百年中，没有发展起另类金融交易所呢？为什么海外没有像“炒股一样炒红酒”“炒期货一样炒艺术品”的成功案例呢？为什么伦敦国际葡萄酒交易所只有不到300个交易会员，并且不对个人开放呢（姑且不论其成立至今盈利一直微薄）？

金融交易所需要的主要有两方力量：大量的价值投资者和大量的投机者。缺失了任何一方，这个市场都难以成功。大量的价值投资者需要广泛的实体经济需求和可以统一标准的交易标的（为什么人们在普通交易市场的基础上要有金融交易所？因为有大量的参与者需要对某一种标的进行交易。在金融交易所里，交易者牺牲的是对交易品种的实际把握———他们简单地相信合约，得到的是便捷性），而投机者需要该商品的价格随着经济剧烈波动。由此我们可以看出成功的金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融交易标的需要有三个素质：广泛的实体经济需求，可以统一的标准，价格随着经济大幅波动。

如果没有广泛的实体经济需求，那么投机者难以有足够的长期对手盘，同时也没有人会需要为了减少交易的麻烦去建立金融交易所。为什么没有人去交易天空中繁星的冠名权呢？为什么大家不建立一个交易所去交易哈勃望远镜使用的电池或者联盟空间站的材料呢？

统一的标准方面，金融交易所相对普通交易所来说，牺牲的是对具体商品的实际把握，增加的是交易的便捷性。这就要求参与的投资者能够在看不到实体商品的情况下把握商品的价值，也就是要求交易的是统一的商品。如果没有可以统一的口径，那么投资者为什么需要通过金融交易所呢？他们为什么不去自己交易呢？举个例子，在《当和尚遇到钻石》一书中，作者描述了全球的钻石交易市场。这个市场成立了已经有上百年，体系之发达、行规之完善世所罕见。但为什么至今没有统一的钻石金融交易所？印度坐拥全球最大的钻石加工基地，全球每12颗钻石中就有11颗在印度加工，为什么印度不创办钻石金融交易所？非不愿，实不能。每颗钻石之间的品相都不尽相同，普通人看不出价值，能看出价值的专家对每颗钻石的定价都不同。

最后，投资品的价格需要随着经济大幅波动，否则市场将缺乏投机者。举个简单的例子：铅笔有大量的价值投资者（学生），便于贮存，且产品高度同质化，但会有人愿意投机吗？

从这三个方面去理解，就能够明白为什么另类金融交易所在海外从来就没有繁荣过的原因了。第一，另类金融交易所交易的高档红酒、艺术品，没有足够广泛的实体需求（不可否认的是，这种需求在缓慢增加，但还远难达到广泛的地步）。第二，这些商品难以标准化，而每一单交易的金额又过高。那么，对除了投机者之外的终端的价值投资者来说，会更愿意通过面对面的传统市场交易。想一想，如果需要买一幅古画，是愿意去天津文交所的几个品种里找一个，然后收购全部份额方便，还是去香港的拍卖行方便呢？

印度钻石市场坐拥全球11／12的加工量、法国酿造了全球最好的葡萄酒，但却没有搞出另类金融交易所，只是以类似柜台市场的形式进行交易。难道我们真的会比他们更聪明、更能发掘商机吗？ “徒见曩者之易，未睹当今之难”，今天的另类金融交易所倡议者看到了全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球收藏品的火热和金融交易所的繁忙，但没有看到为何数百年来这两者在海外都没有联系起来的原因。

不过，不可否认的是，国内的金融投机氛围远比国外来得浓厚。但是，一个建立在纯投机基础上，又没有国家制度保障的市场，真的能维持很久吗？ 20世纪90年代初期遍地开花的商品期货交易所，今天还剩下几家呢？退一步来说，国内如果真想搞出商品金融交易所，那么借鉴国外此类交易所常见的专业会员模式、柜台交易模式，或许生存的机会会大一些。不过，这也偏离了“像炒股一样炒艺术品、收藏品、红酒”的另类金融交易所的初衷了。

注释

[1]本节撰写于2011年，当时国内建立另类金融交易所的呼声甚嚣尘上。时至今日，仍然有投资者继续努力建立此类交易所，但声势已经大不如前。不过，本节中的思路仍有一些可供读者参考的地方，所以把它放在这里，以拓宽思路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股与房，向左走向右走？

2016年，随着一线城市的楼市价格飞涨，各种逻辑也都随之而来，其中比较经典的一条应该算是“中国资本太多，可投资项目太少，同时大家担心资本贬值，所以都涌入一线城市购买房地产”。但是，这条逻辑明显忽略了一个事实，即只有在经济向好的情况下，一线城市的经济、教育、社会发展等等才能保持在全国前列，才能以领先于全国的速度发展。但是，如果这一切都向好，投资者为什么不去购买股票呢？而如果全国经济真的一塌糊涂，一线城市又怎能独善其身呢？一线城市在汇集了全国最优秀的人才、资源、教育、资本时，依赖的是全国所有地区的发展。我们几乎不可能看到全国一片萧条，而一线城市蒸蒸日上。毕竟，从一线城市过去几十年的发展来看，其繁荣期均是在全国经济向好的时代。

以上海为例，清朝末年到民国初年，中国开始了现代化历程，上海十里洋场随之商贾云集、天下闻名。但日本侵华以后，全国民生凋敝，上海的发展遂大不如前。新中国成立以后实行计划经济，上海这个以经济著名的地区便没有占到太大的便宜。直到改革开放以后，随着全国经济再度繁荣，上海的发展也进入一个新的时代，近年大有赶超香港之势。试想，如果中国内地经济再次跌落低谷，上海的经济又怎么可能一枝独秀呢？

但是，话说回来，如果全国经济持续向好、一线城市继续蒸蒸日上，投资者又为什么要追捧一线城市的楼市呢？毕竟它们的估值已经非常昂贵，不论是相对租金还是相对人均收入来说，都是如此。许多投资者在分析问题的时候，容易丢弃整体观，只看到逻辑的一面，却看不到一个系统中联动的另一面，即一个逻辑在生效的时候，会导致整体系统发生改变。由此导致的分析错误，举不胜举。

举例来说，在一线城市楼市大涨的时候，流行的逻辑指出一些楼市的杠杆率太高，会危及银行信贷，最后导致股市下行，最终得出股市不能购买的结论。问题是，如果楼价下跌导致贷款受损，那么这时候楼市岂不是投资回报更差吗？毕竟股市的估值已经如此之低，新增房贷又只占信贷的很小一部分。但是，不少投资者对这两者之间的联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动关系视而不见，却以为银行信贷会受损所以股市不能买，结果一股脑地把资产投到楼市中去。

另一种投资中常犯的错误，则来自于错误分析、夸大了一种属性对一种资产的作用，却没有看到这种属性在其他资产上同样生效。举例来说，有些投资者认为房地产是“实体资产”，而股票则是虚拟经济，看不见摸不着，所以房地产一定优于股票。问题是，我们如何认定一间单元房属于甲、不属于乙呢？因为有一张纸质的房产证。如何证明这张纸质房产证不是伪造的呢？我们依靠房产证在政府系统中有电子备案。那么我们如何认定一家公司的一部分属于一位投资者呢？同样也依靠交易所的电子备案（在香港，投资者甚至可以花一点钱把这份备案打印出来）。那么，这两份电子备案之间，又有什么本质的区别呢？我们如何能说一种资产是“实体资产”，另一种不是呢？

同样的事情也不只发生在房地产和股票之间，这里就让我们来看另一个例子。在2011年和2015年上半年的分级A基金大熊市中，笔者听到许多投资者说，分级A基金不能算是债券，甚至不拥有价值，因为它们没有到期日，所以它们的价格必须折价，熊市也就是理所应当的。这种逻辑听起来甚有道理，但是往深一想就会发现问题。分级A基金和分级B基金是对立的，在套利的作用下分级A基金的折价必然对应分级B基金的溢价。那么，既然两者都是没有到期日的，为什么分级B基金就有溢价、分级A基金就没有溢价呢？从这个角度一想，用到期日来解释分级A基金的折价，自然是毫无道理。事实上，这两次分级A基金的大熊市，后来都被证明是绝好的买入机会。

所以说，投资之道，永无止境。投资者必须不偏不倚、不急不躁、仔细思考、求实审辨，这样才能发现市场定价错误的地方，找到超额收益的来源。若是只图口头辩论之快，或者寻求盲从大众带来的心理安全感，又不能忍受逆境中坚持的苦楚，那么就很难取得长期优良的投资收益了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国地产市场正在割裂吗？

一线城市的住宅地产市场，无疑已经成为当下讨论的焦点。[1]对于这样一个已经上涨十几年的市场，我不敢对它下一个武断的结论，说短期的价格走势一定会怎样怎样，因为谁都不知道市场的情绪力量有多么强大。但是在这里，我试图分析一些可能影响一线城市地产市场的关键点，以便读者在思考一线城市地产市场未来的走势时，可以多一些分析的素材和思路。

（一）房租和房价之间的差距。无论如何看好一线市场地产市场，我们无法绕开的一个问题是，这些住宅的租金回报率越来越低。原因很简单，房租的上涨，无法赶上房价的上涨。由于租房市场的高商品、低投资品属性，因此房租比房价更好地反映了市场的平均需求。所以，正如盈利和净资产回报率决定了股票长期的价格中枢一样，房租也是房价长期波动的中心轨迹。而这两者的背离，并不是一个好的现象。

（二）相对于收入而言，地产价格已经太贵。与房租类似，人均收入／房价也是一个衡量地产价格是否失衡的指标。不幸的是，这个指标现在也在房价的上涨下逐渐缩小。

（三）割裂的泡沫。就房价的高低而论，一线与其他城市之间存在巨大差异，特别是以人均收入／房价衡量的数据更是如此。这种割裂导致现在看似火热的中国地产市场，实际上是被割裂成两块的市场。一边是人口在1亿～2亿的一线城市，一边是人口在数亿的二三四线城市。这或许意味着，一线城市地产价格如果下行，对中国经济的冲击可能没有高房价本身看起来那么恐怖。

（四）人口和城市化与地产价格之间并非直线影响关系。与流行的观点不同，人口和城市化进程并非直接左右房价的因素，两者之间的关系其实比流行观点分析的更长远、更不直接。比如说，目前我们能看到一线城市和二三四线城市之间的人口扩张比例有那么大的差距吗？武汉的人口流入速度慢于上海吗？实际上，2015年武汉的总人口同比上升了2．6％，上海则下降了0．4％，但前者的地产价格表现却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远逊于后者。而日本地产泡沫在1989年破裂，当年的日本人口增长也并没有什么变化。

（五）经济发展是地产市场稳定的重要保障。从日本和美国的地产历史中我们可以看到，经济发展而非简单的人口增加，才是地产价格更重要的保障。也就是说，在中期（5年左右），经济是否发展，比人口是否流入更能解释一个地区的地产价格情况。就目前来看，中国经济持续保持发展状态的概率仍然较高，毕竟我们现在的人均G DP仍然很低。当然，这并不是说地产价格就一定能保持坚挺，只是更好的经济必然会给地产市场以正向的帮助，但这种帮助是否能取得决定性的作用，仍需要考量。

（六）完全不同的中国土地制度导致地产市场相对可控。与美国、日本等国不同的是，中国的土地并非私有产权，农村宅基地、城市低矮住房的用地在转让、重新开放等步骤中，受到严格的管理。这种管理必然导致中国的土地市场，从政府宏观调控的层面来说更加可控。在房价承压的时候，这种控制能力应当能够为地产市场起到一定的支撑作用，控制市场价格下跌的力度。

（七）居民超高杠杆率与衍生品的缺失提高金融稳定。在控制居民购房杠杆率，以及控制这种杠杆通过金融机构扩大的方面，中国经济的管理者比美国监管者在次贷危机以前的表现好得太多。目前，中国居民中的绝大多数在购买房地产时都已经支付了相当比例的首付（一些通过社会融资提高杠杆比例的除外，但这部分人数量太少），这就使得他们在价格下跌时很难选择违约，而即使选择违约，高首付款、低贷款率导致的房地产不良贷款，对金融市场的冲击也不会太大。同时，由于中国金融市场中衍生品的缺位，以及中国政府对主流金融机构的强大管控、支持力度，也导致可能出现的贷款违约不会被无限制放大。而这种无限制放大，正是2008年全球金融危机的源头。

（八）公寓和西方普通住房之间存在差异。最后需要指出的一个细节是，与北美和欧洲国家不同，中国的住宅地产，主要以公寓为主，而公寓的供给量可以在不提高土地使用面积的前提下，通过增加楼层进行扩张。这也就意味着，中国一线城市土地的长期供给缺口，仍然存在一些更加融通的解决方法。

注释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[1]本节成文于2016年夏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资拿不定主意？你可以换个角度思考

在面对一种资产的价值判断时，投资者通常很难下确定性的结论。但是，如果我们横向多比较、纵向多计算就会发现，许多看似复杂的资产判断问题，其实并不难解决。

就以2015年10月底的例子来说，随着货币宽松政策不断出台，债券收益率持续下行，10年期国债到期收益率已经触及3% ，30年期国债收益率则为3．75% 。在获得了丰厚利润的同时，是否继续持有固定收益类资产也在困扰着投资经理们：收益率已经达到历史底部区，这种趋势还能延续下去吗？

对于固息债券收益率是否还会下降，我也无法回答，毕竟趋势还在延续，但风险越来越大、收益越来越小。但是，正如沃伦·巴菲特所不断强调的，你不需要经常去冒被绊倒的风险跨数英尺高的栏杆，你只需要找一英尺高的栏杆去跨就可以了。如果从另一个角度来看这个问题，则我们可以轻松得到答案。

在当时，沪深300指数的PE估值为12．7倍，也就是相当于7．9%收益率的债券，而恒生国企指数的PE估值则只有约7．3倍，相当于13．4%收益率的债券。更重要的是，由于指数的盈利每年多少有一些增长，这些“债券”的票息还在每年不断扩大。如果说判断3．75%的30年期国债是否值得投资还比较困难，那么判断7．9%收益率的沪深300指数债券和13．4%收益率的恒生国企指数债券，对比3．75%收益率的30年期国债哪个在长期更值得投资，显然就要容易多了。[1]

这种横向的比较也可以让我们在不同的行业中挑选更好的企业。就我在证券公司的工作经验，一般的行业研究员主要精力都集中在论述本行业公司的好坏上，很少进行跨行业的思考。但是，当我们在一个市场中的某个行业普遍估值为40倍PE，而另一个市场中的某个行业平均只有5倍的时候，怎么能够安心地在更贵的行业中挑选那些只有20倍PE的公司，并且认为它们“低估”了呢？同样的方法也可以应用在2015年底低估的蓝筹股市场和高估的房地产市场的比较上，明显房地产市场的租金回报率要更低，投资潜在回报率更差。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，除了这个已经介绍了的横向比较的方法，我们还有另一种方法来看这个问题：从纵向动态的角度来考虑资产的投资价值。一般来说，人们在考虑一种资产比如房地产的投资价值时，会努力寻找当前的有利和不利因素，却不去做一个简单的假设：如果这种资产真的如我们所愿，以某种速度增长下去，多年以后会变成怎样的情况？顺着这个角度思考，我们经常能发现一些惊人的事实。

以内地一线城市的房地产和以上我们论述的恒生国企指数债券比较，假设内地一线城市中心地带均价为4万元（2015年底的假设），按13．4%的速度增长20年，会得到什么样的结果呢？房价会变成49．5万元／平方米。假设这之间通胀为每年3% ，则这个价格相当于现在的27．4万元／平方米，甚至高于香港的水平，而香港的房地产收入比基本为全球最贵，人均收入却仍然是内地的2～3倍。

可以使用以上比较方法的例子还有很多，总结其精髓，就是进行横向的价值比较和动态的价值推演，从而得到视角更加广泛的结果。这种比较方法虽然简单，却十分有效，常常能为迷茫的投资者找到“一英尺高的栏杆”。但是，这种简单又有效的方法却又常常被大多数投资者所忽略，从而成为那些掌握了它的投资者的利器。

注释

[1]本节成文于2015年10月底，在之后的1年中（截至我再次修改文稿），长期国债的表现好于同期的股票。但是，12个月的检测期对于长期投资来说仍然太短了。

[2]同样，在这之后的1年中，地产的表现远好于股票。不过，我并不认为这种超额收益会持续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从ETF套利中的价差，看稳定状态与最优均衡状态的区别

在经济学上，有一个理论上的最优均衡状态，即有名的Pa-reto均衡。在这种均衡状态下，你无法通过改变任何一个点达到改善整个系统的目的，即在这种均衡下，任何试图改进整个系统的动作，都会导致系统中其他部分下降更多。在Pareto均衡状态下，社会、经济体、种群等等，都达到了最优。

但是，稳定状态并不一定代表最佳均衡状态，也就是说，一个群体并不一定需要达到均衡状态才能保持稳定，而是在某些内力的作用下，只要这些内力足够维持群体的稳定，同时又没有足够的外部力量改变这种平衡，那么，这个群体就可以保持足够长时间的稳定状态。然而，稳定状态，哪怕是很长时间的稳定状态，也有可能在突然外力的作用下迅速转向最优均衡状态。但是，大部分处在稳定状态中的研究者很难意识到这点。他们在太多的时候，由于已经处在稳定状态中的时间太长，从而逼迫自己找到并且相信解释这个稳定状态就是不可逆转的最优均衡状态的理论。

举例来说，在18—19世纪西方大发展时代，古老的中国如要改进到最优均衡状态，则需要打开国门，吸纳最先进的科学技术和社会制度。但是，当时却极少有人有这样的意识，抱残守缺者大有人在，只有如李鸿章这样的少数高级官吏，提出了中国社会面临“三千年未有之大变局”的观点。直到后来西洋的坚船利炮撞开了中国的大门，中国维系了几百年的清王朝的稳定状态才开始发生改变。

在金融市场上，我们也可以看到大量类似的例子。比如，在研究跟踪同样股票指数的E TF基金的交易价格相对基金本身净值的溢价时，就可以发现稳定状态和最优均衡状态的区别。在最优均衡状态下，跟踪同样股票指数的E TF基金，其溢价率和折价率应该是相同的。也就是说，如果溢价／折价率小于申购／赎回费所带来的套利费用，导致套利者无法进行套利从而促使价格回归时，尽管两个跟踪同一指数的E TF基金都有可能出现溢价／折价，但是它们的溢价率／折价率应该是相似的，否则投资者就应该购买其中折价更多或者溢价更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少的基金。但是，在A股市场，我们往往可以观察到两个跟踪同样指数的基金，其相对指数的折价／溢价率在小于套利费用时是不相等的。也就是说，如果套利的获利小于潜在费用，这种价差就会在相对较长的一段时间维持稳定状态，但这种状态并不是最优均衡状态。

在更宏观的层面上，也有类似的例子。在2010年以后的许多年中，A股的小公司股票估值，相对蓝筹股持续出现了高估。在正常情况下，由于产业资本的估值远低于二级市场的小公司股票估值，我们会看到这种状态难以保持平衡，而会在迅速加大的IP O下被一级市场涌入的资本供给所填平。但是，由于A股的股票首发上市采取流程漫长的审核制，导致产业资本的估值和二级市场难以被套利的行为所磨平，同时二级市场的投资者相对更偏向炒作而不是长期价值投资，我们也就看到这种稳定状态维持了数年之久。但是，很难相信这样的估值状态是一种最优均衡状态。

再举例来说，同时在A股和H股上市的公司股票，在同股同权的基本逻辑下本应保持几乎相同的价格。如果我们观察同时在美国和欧洲市场上市交易的股权，会发现它们之间的价差十分微小，因为有大量的套利者行动于两个市场之间。但是，由于缺乏顺畅的套利渠道，导致A股和H股之间的价差长期存在。在这种A股和H股价差存在了十几年之后，大部分A股的分析者已经倾向于相信，A股和H股天生是应该存在价差的，或者更具体地说，A股是天生应当溢价的，并为此找出了大量的理由，如A股流动性更充分、港股要和国际估值接轨等等。但是，在2013—2014年的熊市中，我们却又观察到这种之前溢价的稳定状态，变成了折价的稳定状态。结果，同一批投资者在2013—2014年又做出了A股必然折价的逻辑总结。可惜，这同样是错误的，稳定状态也并不是最佳均衡状态。事实上，我们在之后的2015年，就又一次看到了A股的大幅溢价。

总结来说，正所谓画虎不成反类犬，稳定状态并不是最优均衡状态，但是其看起来又非常像最优均衡状态。而长期稳定状态中弥漫的牵强解释这种状态的理论，又使将一个稳定状态粉饰为最佳均衡状态的理论看起来更加证据确凿。可惜，稳定状态在大多数时候并不是最优均衡状态，这也就导致错误相信了这种状态的本质的投资者，在状态改变时变得不知所措、进退失据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么彼得·林奇不喜欢债券?

在自传里，彼得·林奇说自己只大规模买过一次债券，即20世纪70年代末80年代初，当时美国10年期国债的收益率高达10%以上。林奇将这种配置债券的准则总结成了一条林奇定律：只有在长期债券收益率高于股票股息率6%以上的时候才应该大量配置。那么债券是不是真的如林奇所说的那么不堪？让我们来看看数据。

我首先比较了彭博终端能追溯到的1988—2012年的标普500指数和JP M美国债券整体回报指数，结果显示，20多年来它们的回报基本相同，都在400%左右，债券指数甚至还略高一点，股票指数则波动更大。但这种看似合理的比较事实上完全没有意义：因为股票除了价格之外还提供股息，所以我们需要比较的其实是标普500全收益指数和债券整体回报指数（出于类似的考虑，这几年来美国证监会要求机构投资者将全收益指数作为比较基准）。在这个口径下，股票的回报达到700%左右，比债券足足高了300个百分点。

事情还没完。在1988—2012年的24年里，美国10年期国债的收益率从大约8%下降到2% ，这意味着如果债券平均的久期是7年，而假设包含了企业债的7年期债券的总体收益率变动可以用10年期国债来模拟，那么债券有大概40%的回报是因为收益率的改变而不是内生的回报率带来的。同时，美国股市的PE在过去24年有所下降，这也意味着股票的内生增长速度要略高于其价格所显示的速度：大概还要高出100个百分点，达到大约800% 。

我又比较了两个极端的情况：澳大利亚和日本。澳大利亚在过去几十年一直以高息著称，其债券的收益率也水涨船高。数据显示，在能够找到准确数据的2002—2012年这10年里，澳大利亚的债券指数提供了大约70%的回报，而股票全收益指数提供了将近100%的回报，股票指数的净利润则增长了170%（也就是说股票的PE下降了），净资产增长了大约90% 。在以低息著称的日本，从能够得到所有需要的数据的1994年开始至2012年，债券总计提供了70%左右的回报，股票全收益指数则下跌了50% 。问题是，在同期，10年期国债的收益率从4%下降到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了1% ，这意味着如果收益率不改变，则债券实际上只提供了40%～50%的回报，而同期股票的净资产则上涨了40% ，大概打平。

而作为一个以低利率换取高增长的经济体，中国的例子就不再说了。一直以来，股票的净资产和净利润增速远远超出债券所能带来的回报，只是估值的改变让投资者暂时没有感受到这种差异而已。

那么，为什么债券的回报总是低于股票呢？让我们用一个小故事来回答这个问题吧：大家都知道和刘备打天下的关羽、张飞，可是有多少人记得刘备起兵时资助他的富商张世平、苏双呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

R001＝50.5% ：不得不借的代价？

2014年8月28日，交易所回购利率在打新需求和月末效应的双重作用下可谓波澜壮阔，代表产品1天国贸回购204001不仅全天保持23%左右的高位运行，尾盘甚至冲高到50．5% 。在壮观的数字下，细心的投资者也许会思考一个问题：在平时我们多半会观察到交易所回购利率在尾盘下跌，但为什么28日的回购利率一反常态，在尾盘大幅冲高？事实上，回顾以前回购利率走高的日内行情就会发现，这一现象普遍存在，即当市场资金面紧张时，资金利率不同于往常的在尾盘下跌，却多倾向于在尾盘大幅攀升，甚至常常攀升到匪夷所思的价位：204001在2014年6月27日尾盘的最高点30% 、7月24日的25．8% ，以及2013年6月27日的最高点30．5% 、9月27日的57% ，等等，概莫如是。

那么尾盘高企的利率是不是由纯粹的资金需求水平导致？显然，这种理论不能解释为什么资金需求方在之前的所有交易时间里不以高利率融资，而要在尾盘突然出价。其实，这种尾盘畸高的资金利率，很可能来自资金需求方的一种窘境：不得不借。

尽管没有直接的证据，但是让我们构想一下这种情况：当使用了杠杆，需要每天借入资金的投资者发现某天的早盘资金价格比往常要高时，他们会期望市场按照平常的状况演绎下去，即资金价格在尾盘逐渐走低。这样，他们就会减少在早盘的拆借量。但同时，由于早盘的回购利率高于往常，借出方却会在此时增加拆借量。当这两种行为在收盘前汇集时，就会出现一个与平时完全不同的情况，即资金的需求大于平时，而供给小于平时。这时，早盘没有拆借到足够资金的借入方就陷入了一个尴尬的境地：不得不借。在这种情况下，尾盘的资金利率直线走高，也就可以解释了。

不仅在资金市场如此，在资本市场的许多方面，我们都可以看到“不得不做”的交易行为会对市场带来多大的扰动。而这种交易行为往往又是和杠杆联系起来的，即使用了过高杠杆的投资者更容易在极端的时候“不得不做”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例来说，2008年美国金融危机中许多机构由于自身现金头寸不足，不得不抛售流动性最好，往往同时也是最优质的资产，从而导致从北美、欧洲到日本、中国香港，许多优质的股票、债券被以白菜价出售。2013年年中，由于我国国内资金极度紧张，导致市场信心崩溃、资金大量流出，许多投资者也不得不在市场崩盘时以随行就市的价格出售A股股票，而这种卖出又导致了市场进一步下跌，以及更多的卖出。

但是，危险往往孕育着机会，美国著名的投资家霍华德·马克斯指出，在市场“不得不做”时，伴随着让人难以置信的价格，最佳投资机会也常常出现。不过，在这样的行情中获利也需要投资者在别人都缺少资金时仍能拥有足够的现金储备，而这就需要投资者在平时保持极大的耐心。还记得沃伦·巴菲特在2008年购买高盛公司优先股时的市场情况吗？那时，全美国似乎只剩下这位老先生一个人还有可以借出的钱了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初探高端收藏品市场

俗话说得好，盛世买股票，乱世买黄金。实际上，在盛世之中，高端收藏品，如文物、名家字画、珍品邮票等等，其价格在撇开短期大幅波动之后录得的长期增速往往很高。这究竟是为什么呢？这里，就让我们用一个简单的模型来解释这个问题。

首先，社会物资的平均价格涨幅是由CPI来决定的。长期来看，中国经济中的这个指标只有2%～5% 。但是，需要记住的是，CPI反映的只是物质资产的平均价格涨幅，对于那些供给完全不增加的资产，如齐白石的画，其价格涨幅就不会随着CPI的涨幅轨迹运动，而是会取决于社会整体财富的增加幅度。

那么，我们如何衡量社会财富的增加幅度呢？这个数据比较难以测量，但是一般来说，全国每年的货币总量增幅在12%～20% ，而各种其他资产，如股票、债券、房地产等等，其基本面的增长则多多少少在这个数据附近。这样，我们可以粗略地估计，社会以货币计量的资产和财富总量，每年的增速在15%左右。这也就意味着，对于每个人都需要购买，但是其供给量却完全不会增加的东西，其价格的理论长期年增长率也就在15%上下。

举例来说，国内大城市，如北京、上海、杭州等地的房地产建设速度，被外来人口的迁入持续抵消，这也就导致其房地产相对人口的供给是比较刚性的。在这种情况下，我们观察到虽然全国房租价格的平均涨幅不大，但是在这些大城市，房租价格每年的涨幅都在10%左右。

不过，大部分高端收藏品的年价格涨幅并不能完全用社会财富增长率解释，而是比这个数字还会高出一些。解释这最后一部分差距，我们需要理解一个事实：社会财富增长的不公平性。

按照社会财富的多少划分的社会各部分人群，其财富增加的速度并不相同。一般来说，由于在经验、投资知识储备、社会关系网等方面的区别，拥有更多财富的人群，其财富增长的速度往往会超过拥有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富较少的人群。这也就意味着，当社会财富的整体增速是15%的时候，我们可能会看到财富最多的人群，其财富增长的速度更快，达到20%甚至25% ，而财富较少的人群则增长很慢。

但是，高端收藏品的购买对象并不是全社会所有人群，而主要是其中财富极多的一部分人群。这也就意味着，在高端收藏品的供给并不增加的情况下，其长期价格的增长，衡量标杆应该是拥有社会财富最多人群的财产增长速度。这也就解释了为什么在经济稳定发展的时候，我们可以观察到，高端收藏品的价格涨幅在长期会变得如此惊人。与此类似，一些主要由社会财富拥有较多人群消费，但是供应难以增加的资产，如大城市核心区域的地产、某些总量受到限制的名额分配等等，其长期价格涨幅，也往往较高。

当然，这个模型所描述的价格增长，只是其长期增长的理论速度，而短期的价格因素，还会受到情绪、相对价格高低、宏观经济流动性等因素的影响。但是，我们至少可以由此明白，高端收藏品的价格为什么会在长期涨幅如此惊人。由此，我们也就多了一件分析价格涨跌的利器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　投资中的制度设计：以辽人守辽土

3 000年前，武王伐纣，战于牧野，定周王朝800年基业。《管子》一书中引《尚书·泰誓》评价说：“纣有臣亿万人，亦有亿万之心，武王有臣三千而一心。”

此心同，此理同。在投资行业中，最重要的常常并不是钱的多寡、信息的优劣、投资水平的高低，而是参与投资事业的人员、财务、技巧能否做到互相配合，做到“一心”。而投资行业的制度设计，其最高明之处，也就在维持这样的“一心”。有臣三千而一心者，可成其大业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以辽人守辽土：论投资行业的制度设计

在中国历史上，能够获得状元的头衔固然令人向往，但还有一个在死后才能获得的称谓，却更让一代代中国人敬仰，这就是谥号“文正”。在尊孔子为万世师表、以文治国的中华民族的历史中，能得到以“文”字开头的谥号，是古代每个中国人最为向往的事情。而在这些谥号中，又以“文正”为最。有清一代，268年中获得这个谥号的只有8人而已。纵观中国历史上获得“文正”谥号的人，如范仲淹、司马光、方孝孺、曾国藩等，无不为当世名臣，生荣死哀。

在明末，就有一位获得“文正”谥号的大臣———抗清名将孙承宗。在明末熹宗时期，孙承宗在辽东前线提出了“以辽人守辽土，以辽土养辽人”的军事改革，一举扭转了明军的劣势，以致“中朝宴然，不复以边事为虑矣”。这种格局直到孙承宗在朝廷内部斗争失败而去职后才再次被打破，史称“孙承宗去，大明始亡”。

那么，什么叫“以辽人守辽土，以辽土养辽人”呢？其实很简单，在此之前，在辽东前线作战的军队来自全国各地，而来自其他地方的士兵对辽东是否被女真军队占领其实并不一定关心，因而战斗意志也不坚定。明军常常是打得过就打，打不过当逃兵也没什么，跑回千里之外的老家照样可以种田过日子。而孙承宗采取只招募本地人从军的做法，使得士兵的家庭、个人利益和国家的利益捆绑起来：城破之时，不但国家丢失前线要塞，士兵们的家园也会毁于一旦。在这种简单的利益捆绑之下，明军战斗力陡增，辽东前线也就因此稳定。

以上啰啰唆唆写下的这段历史，似乎和投资毫无关系，但当我在阅读沃伦·巴菲特先生写给投资者的信时，却发现从战争到投资，人类历史的核心哲学，竟然惊人地相似。

在1962年的致投资者信中，时年32岁的巴菲特写下了这么一段话：“我不能为你们保证取得怎样的投资业绩，我只能保证三点：（1）我们会忠于价值投资。（2）我们会尽量避免损失。（3）我和我妻子、孩子的几乎所有资产，都会和你们的资产投资在同一个投资组合中，我们荣辱与共。”在这封信里，巴菲特表现得就像一个孙承宗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

军队里的士兵，他的利益是和投资者完全捆绑在一起的。在这种情况下，即使他仍有可能失败，但至少他的投资者可以相信，这位投资经理已经尽到了自己最大的努力去规避风险、获取回报。

一直以来，无论古今中外，金融行业中不负责任的行为比比皆是。对一个条款设计为盈利的时候投资经理可以分享投资回报，亏损的时候却没有任何实质性惩罚措施，甚至还可以继续提取固定管理费的投资组合来说，我们如何相信管理者不会放手一赌以期获得最大回报，却忽视潜在的风险呢？同样，对于以交易佣金为主要收入来源的研究建议者来说，现行的佣金分成制度，又怎么能保证他们不会为了收入的增长而给出不负责任的建议呢？毕竟，佣金的收入或许可以无穷大，或许可以为0，但不会为负。也就是说，投资者的收益会放大研究建议者的收益，但投资者的损失并不会带来研究建议者的损失。因此，那些胆大的人尽可以放手一搏。

其实，这种“短期考核只有奖励没有惩罚”的制度设计，在经济学上称为“代理人缺陷”，是一个不只困扰投资业的问题。如果出资方对一个职业经理人进行短期考核，又怎么能确定这个职业经理人不会用企业的长期盈利能力为代价，换取考核期内的企业业绩和随之而来的个人回报呢？也许，对于整个社会来说，“代理人缺陷”是一个无解的问题。但是，对于投资者来说，却可以尽力规避这样的风险。也就是说，投资者要尽可能找到那些能和自己荣辱与共的代理人。

一个几乎所有财产都由上市公司股份构成的大股东，一个把自己大部分身家都投资在基金中的基金管理人，一个几乎所有财产都是自己管理的公司的股份的职业经理人，都可能构成符合这种选择标准的标的。

尽管这种选择方法可能不会找到最有能力的那个代理人，但至少可以找到最尽力的那个。而足够尽心尽力，往往比杰出的能力更为重要。这就正如《大学》所说： “心诚求之，虽不中，不远矣。”以辽人守卫辽土，辽土能否守住姑且不论，辽人尽心尽力却是必然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜不必对，败不必错

著名历史学家茅海建先生在《天朝的崩溃：鸦片战争再研究》一书中，描述了清军在第一次鸦片战争中失败的原因，其中之一是当时清军采取的“战败弃城逃跑则必斩主帅，战场战死则可以褒奖”的考核措施。这种看似合理的考核措施，造成的错误结果是，前线承平日久、装备训练和作战理念均十分落后的清军，既完全无力抵抗装备精良的英军，战败了的主帅又不敢撤退，纷纷自刎于战阵。结果，清军无从总结前线战败得到的宝贵经验，导致英军使用同一套作战战术，却能从广州一路北上，屡屡轻松得手。

在这则历史实例中我们可以看到，清军的考核体系、评价体系出了很大的问题。在第一次鸦片战争中，清军的战力远不及英军，战败本是必然之事，但在“胜利代表正确、失败一定有错”的判断准则下，清军将领无奈地承担了无法完成的任务，最后导致清军白白损失了不该损失的指挥人才，在后面的战斗中一错再错。

同样的错误，战国时的赵国也曾犯过。在长平之战中，经验丰富的老将廉颇，基于“秦军精锐但远来补给不易、赵军战力薄弱却地势优良”的客观事实，制定了“以守代攻、拖垮秦军”的战略决策。但是，迟迟不决的战争进程，使得赵国君臣产生了“仗打不赢就肯定是将军有问题”的想法，仓促用主战派赵括代替廉颇。结果，长平大战血流成河，40万赵军一去不回。

在投资中，我们也经常看到类似的现象，很多投资者在考核投资好坏时，主要采用业绩衡量的方法。一只基金在一年里赚了钱，就一定是好基金，赚了很多钱的就一定更好，而亏了钱的就一定是坏基金。牛市里跑赢指数的基金一定是好基金，跑不赢的就一定是坏基金。一只股票涨了，那么我们看好它的判断就一定是对的，而一只股票跌了，那么我们看空它的理由也一定是对的。真的是这样吗？

以牛市中基金相对指数的表现而论，一般来说，在牛市中，我们看到表现最好的一两只基金，通常不是长期表现最优秀的基金，而往往是在这轮牛市里胆子最大的基金。很多时候，只有胆子足够大，敢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于加上足够高的仓位、赌上足够多的杠杆、追逐足够跳跃的市场热点，才能在一轮牛市中表现最好。问题是，牛市的到来一般伴随着一定的非理性因素。那么，在非理性的市场里，下那么大的赌注，究竟是有益还是有害于投资者的长期回报呢？

正如华尔街谚语所说，“如果一只货币基金的收益率好到不可思议，那么它多半做了些货币基金不该干的事情”。一只基金短期过于优秀的业绩，并不一定意味着它就是一只好的基金。反过来，有多少优秀的基金经理，曾经在市场最低迷、最应该加仓的时候，收到过一大堆的客户赎回通知？在市场最低迷的时候，那些长期优秀的基金往往净值很低，但从长期投资的角度来说，这时候投资者反而应该加仓而不是赎回。可惜的是，投资者往往抱着“业绩差一定代表投资水平差，我才不要管什么市场因素”的心理，在这个正应该加仓的时点，赎回自己已经亏损了的份额。

在反映2008年全球金融危机的电影《大空头》里，这种现象被展现得淋漓尽致。而在20世纪80年代的大牛市中，一则笑话也流传甚广：“为什么那些价值投资者在20世纪70年代末80年代初、大熊市的尾端都不加仓？因为他们都在忙于跟客户解释，为什么最近亏了30%。”

市场如战场、投资如领军，胜利和盈利并不一定意味着正确，而失败和亏损也并不一定意味着错误。我们需要仔细分析导致胜败和盈亏的原因，然后依据仔细的分析，安排下一步最有利的行动，而不应该盲目地根据短期显现出的结果，做出匆忙的判断和决策，从而与最应该采取的、最有利的行动失之交臂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择资产管理者的关键：疑人不用，用人不疑

春秋时期有过一个著名的典故叫“管鲍之交”，指的是齐国大夫鲍叔牙和管仲互相信任，最终使得齐国称霸天下， “九合诸侯，不以兵车”的故事。在这个故事里，管仲的才能固然重要，但鲍叔牙对管仲的信任尤为难能可贵。在成为齐相以后，管仲感叹于鲍叔牙对自己的理解、信任，留下了一句千古名句： “生我者父母，知我者鲍子也。”

500年以后，刘邦在被项羽封为偏僻之地的汉王以后，接受萧何的建议，拜当时默默无名、只有二十五六岁的韩信为大将军。拜将之日，三军大惊，不明白如此无名小辈如何成为统领全军的大将。在此之后，刘邦对韩信无比信任，甚至在韩信攻下齐地、要求被封为齐假王以后，还接受张良的暗示封其为真齐王。而韩信也在楚汉争霸中为刘邦立下汗马功劳，甚至直至鸟尽弓藏、兔死狗烹，都没有伤害刘邦的霸业。

以上两则故事充分说明了选择人才的重要性。疑人不用、用人不疑，得一人而定千秋基业，是千古以来霸者的利器。但是，在今天，投资者选择资产管理者的时候，却很难做到“疑人不用”，也很少有人做到“用人不疑”。

在选择一只基金、一个财富管理计划的时候，我们必须考虑许多问题，但最主要的问题只有两个：投资管理者是否真的有足够的被历史业绩和当前理念所证明的能力，去管理我们的资产？投资管理者的利益是否与投资者捆绑在一起，会不会出现代理人问题？而在确定一个资产管理者有能力管理好投资者的资产，同时他的利益也与投资者紧密地捆绑在一起以后，投资者就要开始第二个步骤：用人不疑。

我们需要意识到，哪怕再杰出的价值投资者（比如沃伦·巴菲特），也有连续5年跑输市场的时候（科技股泡沫破灭以前）。而哪怕再厉害的投机者（比如乔治·索罗斯），也有折戟而归的时候（在东南亚金融危机中攻击中国香港市场）。我们能在科技股泡沫破灭以前、在攻击香港失利以后，就说巴菲特和索罗斯是不值得信任的吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们毕竟比指数赚得更少，甚至亏了钱，他们的理论毕竟与当时的市场格格不入，他们的名字毕竟已经（以一种负面的形象）出现在主流媒体上，我们还能做到继续信任他们吗？

能做到“用人不疑”的投资者，一定是少数，否则这个世界上就不会只有那么少的优秀投资者，否则刘元生先生持有万科20多年的例子就不会成为成功投资的典范，否则“管鲍之交”“萧何月下追韩信”就不会成为千古佳话。

即使是那些投资大师，也很难看清每个资产管理者。美国债券之王比尔·格罗斯在回答“请问什么是你这辈子错失的最大的投资机会”时就曾说，当年有两个大叔来找我们借钱，我看他们也只有一个名字怪怪的破厂、一个看起来还凑合但也没啥特殊的糖果厂和一些乱七八糟的企业，就没借钱给他们。现在，大家都知道那个糖果厂的名字了：喜诗糖果。而那两个大叔呢？当然就是沃伦·巴菲特和查理·芒格了。在几十年前就判断出谁是之后的杰出者，本身就是一件非常困难、准确率非常低的事情。为了能够做出这样的判断，投资者需要做两方面的努力：加强自己的判断能力，以及在不降低预期回报的情况下尽量分散投资。毕竟，再大的数字乘以0，得到的还是0。

“疑人不用，用人不疑”，简单的八个字，成就了几千年来的无数成功者，而这两句话也应该被今天的投资者们奉为圭璧。可惜的是，大部分人要么两句话都没有学到，要么虽然努力去思考，却又或者只学到前半句，或者只学到后半句，结果画虎不成反类犬，徒增遗憾而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业投资者不应该为保本和平仓线付出代价

一直以来，保本、平仓线这些旨在帮助投资者在投资的时候感到放心的工具，不断在资本市场上出现。而且，随着最近几年资本市场的大幅波动，这类产品的数量大有增加之势。对于非专业投资者来说，选择一只能够保证一定本金不受损失的基金无可厚非，他们毕竟不具备自主投资所需要的繁杂的知识储备、经验与能力。但是，对于专业投资者来说，不应该为了任何程度的保本付出代价。

为什么说保本是有代价的呢？一般来说，任何程度上的保本（包括基金净值下跌20%就平仓等策略），无非使用两个方法：留足一部分现金或者准现金仓位，或者在组合净值下跌到一定程度的时候就减仓止损。

就第一种方法来说，即留存一部分现金或者高等级债券，这种做法一定是以损失长期投资回报为代价的。众所周知，在长期投资周期中，现金和债券很难取得与股权相匹敌的投资回报。如果在投资组合中留存了大量的现金和债券，那么，这样的投资组合在长期就很难打赢同样管理水平的、股票仓位更重的基金。

而第二种方法，即在组合净值下跌一定百分比（通常不会很大，比如15%或者20% ）的时候，就强制基金减仓，对于有经验的投资管理者来说，无疑与投资的目的是背道而驰的。理由很简单，如果买入的资产是优质资产，那么在价格下跌的时候，合适的动作应该是加仓，而不是减仓甚至清仓。

有人也许会说，平仓线等措施是防范投资管理者水平太差的一种风险控制手段。问题是，短期的净值下跌，以及只有20%的净值下跌，都不是衡量投资管理者是否有水平的有效手段。谁能保证自己投资的公开市场产品没有20%的波动呢？如果需要鉴定一个投资组合的管理者是否合格，我们应该做的，是检查他做的每一笔交易或者至少是大部分的交易，是否符合一个有效的投资风格（价值、事件驱动、量化等等），从而决定这个管理者的投资是不是有效的。而单纯的短期价格下跌20% ，根本就说明不了什么问题。唯一能被短期价格小幅下跌所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明的，只是我们投资的资产变得更便宜了。在这种情况下，投资者应该做的是审视资产是否仍然健康、投资管理人是否仍然专业和尽责，如果能够得到肯定的答案，就果断加仓。

所以，在早期的股东信中，沃伦·巴菲特曾经不止一次地对他基金的投资者说，我的目标是每年跑赢标普500指数10% 。如果你指望我的基金每年保证一个收益，那么你最好拿回你的钱，因为我不能保证这样的事情。

我认识的一位以价值投资闻名的私募基金管理者，在被要求一定要写下平仓线的时候，为自己的基金约定了30%的平仓线，而这样的平仓线几乎和没有设定差不多。我想，他应该也是了解到平仓线这种制度本身的无稽，才这样设定的吧。

此外，保本、平仓线这些制度设计，还有一重问题，就是会为投资者们带来额外的、没有实际意义的管理费。众所周知，保本基金和有一定平仓线设计的私募基金，其管理费都比一般的货币基金、债券基金要高。但是，为了保证可以保本，或者在净值下跌到平仓线附近的时候能够保证不穿仓，投资管理者就必须留存一部分现金或者短久期债券。问题是，这部分留存的现金和短久期债券，仍然是按保本基金、私募基金的标准收取管理费的。那么，对于基金的购买者来说，用这部分钱单独买费用更低的债券基金、货币基金，然后用剩下的高风险资产部分单独买一个全仓运作的基金，不是更划算吗？

所以，对于专业投资者来说，保本、平仓线这些制度设计，实在是没有什么实际作用，甚至是有实际损害的。它们不仅不能帮助投资者真正规避风险，还会增加投资者支付的管理费用，降低资金的长期潜在回报率。当然，对于非专业投资者来说，这些制度仍然有一定的意义，比如在无法对投资保持足够关注的时候，通过一些粗糙的手段监测自己的资产是否安全，为自己的投资找到安心的依靠（尽管有点虚幻），等等。然而这些意义，却不是专业投资者应当考虑的了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扁鹊六不治与价值投资六不管

在《史记·扁鹊仓公列传》中，记载了中国上古名医扁鹊的“病有六不治”理论，即“使圣人预知微，能使良医得蚤从事，则疾可已，身可活也。人之所病，病疾多。而医之所病，病道少。故病有六不治：骄恣不论于理，一不治也。轻身重财，二不治也。衣食不能适，三不治也。阴阳并，藏气不定，四不治也。形羸不能服药，五不治也。信巫不信医，六不治也。有此一者，则重难治也”。这段话翻译成白话文，就是说，天下的病多，但是医生真正能治的少，而且需要从一开始就切入、调养，才有可能遏制病的发展。所以病有六不可治：不明事理、不讲客观的不治，爱惜财物重过爱惜身体的不治，放浪形骸、纵欲享受、饮食无度、穿衣不合季节的不治，阴阳错乱的不治，太瘦弱、不能吃药的不治，不信医生的科学道理、信巫术鬼神的不治。

看了这一段，我才知道，原来扁鹊之所以成为神医，并不完全是因为他医术高超、起死回生，而更是因为他知道教育自己的客户、取舍自己的客户（病人），在接下客户之前，就告诉他们说，除非你真的能成为我能治的那种人，否则我不能治你的病。从这个“六不治”的角度来看，医生这个职业和价值投资还真是非常相像。

不论对于管理客户的钱的资产管理行业，还是为投资者提供建议的研究分析行业来说，道理其实是一样的：再好的价值投资或者价值研究机构，也不可能满足所有的客户，而必须对客户进行甄别，明白什么客户是可以服务的、什么客户是很难服务的。不信？咱让价值投资的泰斗沃伦·巴菲特来A股转行做分析师，路演个专门抓涨停板和市场热点的投资者试试？事实上，股神巴菲特对自己的客户是非常挑剔的，他甚至在早期的年度报告里，不止一次地明确指出，如果客户不能适应他的价值投资理念，就最好不要买他的基金。

这里，就让我们来看看，神医扁鹊的六不治，拿到价值投资里，都能对应怎样的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骄恣不论于理，一不治。一个不讲道理的客户，不管他是资产的出资方，还是卖方研究员面对的投资经理，都是不能帮他管理投资的。比如说，有的客户喜欢让投资者抓出每个季度的热点，还要有一定的涨幅。问题是，抓住每个季度的热点可能吗？如果可能，这个人凭借这样的能力，一定能够轻松地身家亿万、炙手可热，他为什么要出来为了一点点工资或者基金管理费服务客户呢？这样的要求，自然不能算是讲理。

轻身重财，二不治。对应到投资，我们可以简单地理解为“轻价值、重价格，轻思考逻辑、重投资结果”。不过，这样的投资者在A股似乎为数众多。

衣食不能适，三不治。有些资产不能忍受价值投资中可能产生的巨大波动，对于这种资产，也就很难让它们参与到价值投资中去。举例来说，在目前发行的大部分二级市场股票资产管理产品中，为了顺应客户的需求、照顾客户的感情，“清盘线”都是必备的条款，大多数定在8成，有些定在9成甚至9成半。但是，谁又真能保证在二级市场的股票投资中不亏20%？难道一只凑巧在2015年6月上证综指5 100点时候发行的基金，在大盘跌到2 600点也就是几乎赔了50%的时候，只亏了21%，也不能算是一只好基金吗？但是根据20%的清盘线它就必须清盘，对吗？

阴阳并，藏气不定，四不治。有些资产，来历不明，甚至有些管理者也会通过不正当的竞争手段来获取资产的管理业务，或者投资的研究服务业务。对于这种情况，可以说不仅是违背了价值投资的理念，甚至有可能触犯法律法规了。

形羸不能服药，五不治。有些资产的投资周期，也就是资产的“体质”，和价值投资能够给出的投资周期不匹配，这种投资也就很难用价值投资的方式管理。举例来说，有时候我们会听到这样的问题：“我这笔钱可以拿来3个月／半年／一年，你看我投点什么好？”问题是，在需要很长期限的价值投资中，谁能保证在这么短的时间里给出让人满意的回报呢？对于这样的需求，当然只能建议他们去买货币基金或者银行理财产品了。

信巫不信医，六不治。这句可以算是扁鹊对“六不治”的总结了，连医生都不相信，还能怎么治呢？不信医生、信巫术的病人，又怎么能让他听从医生的指示呢？对价值投资没有基本的信心，相信聪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明技巧一样可以挣钱，甚至挣更大钱的投资者们，又怎么能信任价值投资的手段呢？

不过，用“六不治”来要求病人，或许真的要求太高了些，大家就是喜欢吃烧烤、玩通宵嘛，这些玩的都不让，活着还有啥意思呢？短期暴利都做不到，还做投资干什么呢？所以呢，这也许就是千古神医只有扁鹊等寥寥几人，当代股神也不过寥寥几位的原因吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财富管理不应该追求绝对回报

如果要给资产管理做一个区分，那么我以为，可以简单地分为流动性管理和财富管理两大块。简而言之，流动性管理的目标，是满足随时可能提出的资金使用需求，同时在此前提下尽量提高投资回报率，而财富管理则是在没有短期资金使用需求的情况下，以追求长期财富增长最大化为目标的资产管理方式。

对于流动性管理来说，绝对回报无疑是非常重要的，因为资金的使用需求随时可能提出，任何短期绝对回报上的损失，都可能在这种资金需求下成为永久的损失。但是，对于财富管理而言，我以为，并不应当追求绝对回报。许多常见的投资类别，比如股票投资、债券投资、除了货币和保本基金以外的大多数其他基金投资、不动产投资等等，都属于财富管理的类别。

为什么财富管理不应该追求绝对回报呢？让我们先来看一段沃伦·巴菲特在1960年代致投资者的信中的一段话：“我们并不追求绝对回报，而我们的目标是在长期每年比标普500指数表现好10%。我相信只要我们能做到这点，我们的长期收益率就会很乐观。但是对于那些希望我们同时保证绝对回报的投资者们，对不起，我们并不能保证这一点。”如果我们能在1960年代找到巴菲特来做财富管理，那么这是不是一件很值得开心的事情呢？但是连巴菲特都不追求绝对回报，我们又为什么要去努力追求呢？难道我们真的认为，自己有能力做得比巴菲特还要出色？

对于在这个市场中浸淫已久的投资者来说，他们一定会对市场巨大的波动性感到无奈。有多少人曾经预测到了2007年的A股大牛市？多少人预测到了2014年的A股牛市和2015年的大跌？次贷危机以前，又有多少人看对了美国的资本市场？而那位看对了并因此大赚一笔的约翰·保尔森，后来不是又看错了黄金的价格吗？

市场的波动性来自投资者对世界理解的不充分，而这种不充分、思维上的缺陷是由于人类思维的互相追求认同、对客观世界难以寻找到完全的确定性、自我认知和外部反馈之间的互相强化等因素所导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。在这些因素的共同作用下，我们就得到了一个个非常不完美、非常有缺陷性、非常容易产生巨大波动的资本市场。从南海公司股票和郁金香泡沫，到次贷危机，再到2015年内地投资者利用杠杆的巨大投机，等等，资本市场中的缺陷从来没有缺席过，以后也不会消亡。

在波动如此巨大的资本市场面前，对于一定要取得绝对回报的财富管理来说，只有两种解决方式：持续进行对冲，或者尽量降低投资在风险资产上的仓位。

对于对冲来说，这种大量使用衍生品、数量模型的理论一般很美好，问题是它也不可能完全保证绝对收益，同时由于做空增加了头寸的复杂性，这一定程度上也会增加组合发生意外的可能（想想长期资本管理公司）。更重要的是，由于做空的大类资产本身在长期就是增长的（看看香港股票指数从1970年到现在增长了多少倍），而空头仓位也会占用组合、降低资产的使用效率，所以即使是最优秀的对冲者，也很难在不损害长期收益的前提下，通过对冲取得短期绝对回报。

而对于降低仓位的做法来讲，虽然可以保证在市场大跌的时候受到更少的损失，甚至通过在极端状态下抄底而在一定程度上保证绝对回报，但是在长期，更少的仓位必然意味着更低的长期回报，长期回报也就会下降。

由此可见，如果投资者在进行财富管理时，一方面希望取得短期的绝对回报，另一方面又希望不因此损害自己的长期收益，无疑是很难实现的。那么，解决方法是什么呢？我以为，唯一的解决方法，就是不再重视绝对回报。

如果我们的投资能在长期取得更优秀的回报，而在短期也没有流动性问题带来的使用需求，为什么我们要在意它的短期表现是不是有一些损失呢？为什么投资者需要为了半年、一年的心情舒畅与否，放弃最后真实的投资回报呢？正所谓鱼与熊掌不可兼得，如果一定要在短期绝对回报和长期回报之间选择一个，我以为，还是真实的长期回报更有吸引力吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散还是集中投资？这不是关键问题

一直以来，投资应该分散还是应该集中，始终是投资者们争论的焦点。以股神沃伦·巴菲特为代表的投资者认为，投资需要集中，选择一些自己了解的好公司长期持有并且享受长期收益，是投资的名门正道。可是与巴菲特处于同一时期的美国公募基金头牌彼得·林奇却以“股票多情种”的外号闻名，在职业生涯中买过无数的股票。显然，林奇是一个分散投资的爱好者。其实，笔者以为，争论到底应该集中还是分散投资，实际上并没有抓住问题的核心。如何控制仓位的关键在于，我们有多少确定性。

举例来说，一个把钱存在银行的投资者，需要选择20家银行分散自己的存款吗？显然不需要，因为银行存款是非常稳定、确定性非常强的资产，他只要选择一到两家信誉良好的银行就可以。但是，一个天使投资人，可以把自己所有的资产都投资在一两个项目上吗？在项目失败率极高的天使投资行业，这样做必然会面临巨大的风险。一个国债投资者，需要把同样期限的头寸分散在许多不同的国债上吗？并不需要，因为国债的还款风险基本为零，同一期限和收益率的国债，多买几个除了增加流动性以外，并没有太大的帮助。反之，在垃圾债收益率高涨、价格暴跌的时候，一个抄底垃圾债的投资者（巴菲特在2002—2003年就当过一次这样的投资者）能只重仓买一两个债券吗？即使垃圾债市场反弹，重仓的投资者也可能因为自己的债券违约而亏得血本无归，从而与整体的市场反弹无缘。

由此可见，问题的关键，其实并不是应该分散还是集中投资，而是我们对一个投资机会的确定性把握究竟有多大。确定性大则可以集中，确定性小则需要分散。而这种确定性在很大意义上是分层次的。举例来说，如果确定垃圾债市场极度低估，我们就需要集中投资垃圾债。但是因为我们对单个垃圾债的把握不大，我们就需要分散购买一堆垃圾债。

其实，不仅是投资，但凡制定决策，都会面临集中还是分散的问题。而从一些历史案例中，我们就会发现，两者并不是对立的：确定性大则当集中，确定性小则当分散。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在官渡之战以前，谋士劝袁绍不要和曹操决战，因为曹操善于用兵，集中作战可能被曹操打败。而袁绍的优势在于兵多粮足，因此应该四面出击，让曹操抓不到袁军主力，使曹军疲惫，破坏其根据地，扰乱其人心，最后自然能够获胜。袁绍不听，结果和曹操在官渡对峙半年，一战大败，遂失天下。

而在抗日战争中，毛泽东创造了中国近现代著名的游击战术，以己地利人和之长，攻日军客兵远来之短。可以说，毛泽东把分散作战的优势发挥到了极致。但在短短数年以后的解放战争中，三大战役炮声隆隆，“钟山风雨起苍黄，百万雄师过大江”，我们哪里还看得到解放军分散作战的影子？而坐拥数百万军队、无数重型火炮的人民军队，面对人心溃散的国民党部队，又有什么理由还需要分散作战呢？

所以说，集中还是分散，其实并不是本质的问题，确定性大小才是最重要的问题。确定性大则集中，小则分散，“合于利而动，不合于利而止”（《孙子兵法·火攻》），才是制定分合决策的最重要依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请关上你的行情机

大部分投资者每天做得最多的事情是什么？是研究？是分析？可惜，都不是。如果你仔细观察一下，会发现大部分投资者———包括专业和不专业的、国内和国外的，在每一个交易日里做得最多的事情，多半是看着自己的行情机。于是，每一个市场价格大大小小的波动，就通过这一台台行情机，激起市场上大大小小的涟漪。

但是仔细回想一下，行情机每秒钟给我们提供的成千上万个数字信号，真能对我们的投资起到指导作用吗？只是利用肉眼和大脑，真能对这些数据做什么有效的感知和分析吗？我们真的从这些价格的涨跌波动中寻找到规律了吗？也许，有人会觉得自己确实通过几次盘中的即时操作赚了钱，或者避免了亏损，但是仔细回想一下，把全部交易都拿出来分析一下，大部分投资者就会发现，这种感知十有八九是“选择性记忆”。当然，不能否认的是，这个世界上确实有那么一些天才交易员，他们通过自身的感知就能够明白市场的方向，但这种天赋不是每个人都能够拥有的。请记住，红男爵[1]永远都不会太多。

其实，每分每秒的行情确实包含了一些信息，而且在经过精密的测算之后，这些信息有可能组成有效的交易策略。我曾经在一个高频交易模拟测算中发现，上证综指每分钟的交易价格在20～40分钟的长度内有相当强的连续性，而这种连续性在美股则是完全缺失的。不过具有讽刺意味的是，在以上的例子中，我所得到的结论不是通过盯盘得出的（甚至最初的构想也不是通过盯盘，而是通过假设得到的），这个结论是经过十多个工作日的模型搭建、数据整理、参数最优测算得出的。我先后测算了几千组不同的参数、十几万行的数列———这绝不是光凭盯着行情机所能依靠的记忆和感知能够达到的。

是的，正如上面的例子，对于投资者来说，更重要的是研究和分析。这些可以通过逻辑的缜密推断、通过历史的类比、通过数据的挖掘得出，但很难通过感觉得出。同时，行情机所带来的跳动的数字，恰恰是这种研究和分析最大的敌人之一。想想吧，每个人每天只有24个小时，而精力最旺盛、最有热情的研究员，能够专心致志研究的时间大概也很难超过10个小时。如果我们的思维在这仅有的时间里有5个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小时被行情机上跳动的数字所干扰，那么利用剩下的几个小时，我们又能做出多少有用的分析？

在我终于明白了紧盯行情的无用以后，就在自己的桌上放了一个闹钟，规定自己每天只可以在收盘前15分钟打开行情机看一眼大概。无独有偶，在给自己定下这条规矩几周之后，就看到期货界的青泽先生也在去年写过探讨类似话题的一篇博文。那么，如果连期货那样波动巨大的东西，都不需要频繁地盯着行情机，又何况股票呢？所以，请关掉你的行情机，细致地去研究和分析，为投资做一些真正的努力吧。

注释

[1]红男爵，全名曼弗雷德·阿尔布雷希特·冯·里希特霍芬，是第一次世界大战中的一名德军飞行员，他是使用多翼机作战击落敌机最多的王牌飞行员，共击落敌机80架之多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么成熟的市场需要更加市场化的IPO机制

一直以来，中国的新股发行（IPO）机制都在进行改革。虽然条款繁复，但是万变不离其宗，IPO机制无外乎在管控化和市场化两个极端之间找到一个平衡点。而对于越成熟的市场，也就需要越市场化的发行机制。

毋庸讳言的是，一直以来，内地投资者的投资水平远较海外成熟市场投资者为逊。量化投资自不必说，美国市场投资者已经武装到牙齿，为了提高运算速度，不惜通过把程序直接刻在硬件上、缩短光缆的物理距离来争夺最后的毫秒、微秒，而内地投资者（包括机构和个人投资者在内）对量化投资的理解还停留在十分基础的阶段，甚至不少投资者手动下单。而从价值投资的角度来说，内地投资者有很大提升空间。

就我观察到的，在海外投资者把深入分析产业发展规律、行业竞争结构、公司治理细节作为买入或者卖出一家企业股票的必修课时，内地投资者却还常常为“估值对投资重要不重要” “股票炒的是预期还是基本面”这样的问题争论不休。更让人感触颇深的是，类似的争论不仅出现在个人投资者聚集的营业大厅里，甚至在机构投资者的会议室里也常常能够听到。

如果我们的市场主流的思想仍然是博弈和投机，对企业价值的发现并不深入琢磨的话，那么以这样的投资理念在将来中国资本市场慢慢开放的大潮中去迎战国际投资者，无疑是十分危险的。而纠正市场投机风气的关键点之一，则必然是越来越市场化的IPO机制。

作为联系资本市场和实体经济的桥梁，IPO机制的逐步市场化会把更多的选择权利交给投资者，从而迫使投资者去思考更多实体经济中遇到的问题，而不是仅仅把二级市场的股权作为筹码进行交换和投机。在市场化的IPO机制下，如果投资者对实体经济理解不足，则会得到教训，反之则会得到奖励。久而久之，一方面投资者对实体经济的理解会加深，对商业社会的揣摩会超过对市场波动的猜测，另一方面那些揣摩商业社会更深刻的投资者也会变得更强大。在经过长时间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锻炼之后，内地资本市场就会被那些深刻理解企业价值的投资者所占据，而这些投资者，是可以和海外成熟市场投资者一争高下的。所以，更加市场化的IPO机制一定会塑造出更加成熟的市场。

君不见，在300年前的南海泡沫中，英国民众如痴如狂，连聪明绝顶的艾萨克·牛顿爵士都输光了自己所有的钱。但是，今天的英国股票市场却十分理性和成熟，再也不会被南海公司这样的简单骗局所哄骗。而今天的A股市场，尽管仍然存在这样那样的不足，但较1990年代早期的市场却已经有了长足的进步。所以，一个更加市场化的IPO机制，既是一个更加成熟的A股市场所需要的，也会反过来让这个市场更加完善：这是一种互为因果的双向反馈机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注册制如果实施，资本市场可能发生哪些改变？

“凡事预则立，不预则废”，如果有一天A股市场实施注册制，我们可能在市场上看到哪些改变呢？这里，就让我一一梳理。

（一）投资者将有更多选择，有经验的投资者更容易分享中国经济的成长。一直以来，A股市场以其较长的IPO审核流程，让不少企业望而生畏。同时，很多初期业绩没有达到硬指标的企业也难以在A股上市。这在保护了知识储备不丰富的投资者尤其是个人投资者的同时，也让有经验的投资者难以全面分享中国经济成长。

在注册制推行以后，对于那些深刻理解了经济运行规律、眼光独到的投资者来说，他们将更有可能在A股市场看到更多行业的标的，而A股的体量也将从目前的几千家大幅扩容（想想美国有多少上市公司），以中国经济目前全球第二的体量而言，达到万家亦非难事。在这种情况下，有经验的投资者将更容易分享中国经济的增长。

（二）小公司估值下降。纵观全球资本市场，无论发达市场如美国、英国、日本、韩国、中国香港地区等，抑或新兴市场如泰国、马来西亚、巴西、俄罗斯等，市场上的中小公司作为一个资产类别，其整体重置成本估值、市净率估值均低于大公司。这是由于越大规模的公司，越容易取得规模经济优势，同时也更容易形成垄断，难以被取代。

但在A股市场，由于各方面的原因，其中也包含了审批制带来的上市公司股票筹码化，在2009年以后，中小公司的估值一直相对更高，这种现象很可能随着注册制的推行而改变。

（三）上市公司难以再依赖资产注入取得超额收益，壳公司估值下跌。过去，A股市场许多上市公司虽然主营业务盈利能力不强，但是依靠持续的资产注入，经常能够分得巨大红包，从而实现基本面的跳跃性增长。由此，壳公司的估值也一直高企。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，对于资产注入方而言，选择资产注入实在是迫不得已。举个例子，如果二级市场的股票估值是40倍PE，为什么要选择将优质资产以更低的价格（比如20倍PE）装入呢？直接将其上市不是更好吗？但是，当资产注入方受阻于IPO的配额限制和漫长流程时，他们就不得不选择资产注入这一路径，以便以金钱换时间。

在注册制下，资产注入方可以选择以更高的价格将优质资产以和二级市场相同的价格上市，他们也就不再需要选择资产注入这条路径。由此，上市公司也就更难依赖从前那种简单的资产注入取得超额收益，而壳公司的估值也将有所下跌。

现实中，我们很容易找到这样的实证。在2000年的科技股泡沫中，美国的纳斯达克股票指数的ROE并没有随着估值的提高而提高。但是在A股创业板估值上升的过程中，我们却观察到ROE逐步走高（尽管同期经济增速越来越慢），其中上市公司依靠高估值进行的收购和资产注入功不可没。

（四）上市公司监管更加严格，退市更加容易。注册制意味着监管机构的精力将不再主要集中在审批节奏的把握上，这必然使证监会更集中于对上市公司实质的监管上，导致公司进行财务调整甚至财务造假的难度更大、成本更高，从而使得依靠操纵会计报表粉饰业绩的公司腾挪空间更小。同时，既然企业上市更加容易，则退市也很可能变得没有以前那么困难。这也就意味着股票投资者会面临比以前更大的潜在风险。

面对更严格的上市公司监管，我们需要学习国外投资者，将研究精力更多放在现金流量表和资产负债表上，而非只关注利润表，因为前两者相对更难进行会计操作。而面对退市风险最好的做法之一就是分散投资。只持有两三只股票的做法在其中一只可能退市的情况下，必然会给投资者带来更大的风险，而将投资分散在十几只甚至数十只股票上则能有效解决这个问题。

（五）非理性的投资者可能蒙受更多亏损。过去，由于业绩较差的上市公司往往会沦为壳公司，而壳公司的估值又相对较高，因此投资者在非理性的炒作过程中，很难遭遇和海外市场比肩的严重亏损。

同时，当一个行业和板块的估值高企时，又没有足够的来自产业、一级市场的新上市公司增加供给、平抑估值，从而导致A股的上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司估值常常居高不下，从侧面保护了非理性投资者的收益。

但是，在注册制推行之后，一方面壳公司的估值将有所下降，另一方面当非理性的投资者炒作某个板块的时候，会遇到来自产业的更多的上市公司供给。因此，对于这些投资者来说，亏损的速度很可能有所加快。

（六）投资银行（证券公司）的核心竞争力将发生变化。在核准制下，A股IPO一股难求，因此对于拟上市公司和帮助其上市的投资银行而言，投资者的态度并不重要，取得监管层的核准才是重中之重。

但是，如果我们仔细了解海外市场就会发现，投资银行在帮助企业上市过程中，核心竞争力的体现主要集中在联络潜在投资者、了解投资者的需求、为上市公司设计更符合投资者口味的资产结构调整、向投资者兜售上市公司拟发行股份方面。这主要是由于在注册制下，新股发行的价格、股票数量等要件都掌握在投资者手中。因此，注册制在A股推行以后，内地投资银行的核心竞争力也将发生重大转变，那些与投资者沟通更加紧密、对资本市场理解更加深刻、集团资本实力更为强大的投资银行，将获得更大的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂谈金融杠杆

在每一次市场行情中，使用杠杆的投资者无疑都能赚到很多利润。世界上最有名的那些投资家，其中有些是不使用太多杠杆的，如沃伦·巴菲特、李嘉诚等等，另一些则经常使用杠杆，如著名的投机家乔治·索罗斯。那么，杠杆在投资中到底起到了怎样的作用呢？这里，就让我们从杠杆的各方面特质入手，来更多地了解这个让人又爱又恨的投资工具。

（一）杠杆放大了长期投资中无法获得收益的风险。尽管可能增加收益，但当投资者在进行长期投资时，杠杆无疑会增加他们无法获得任何收益的可能性。

比如有两位投资者，都在10元价格买入某一资产。第一位投资者没有使用杠杆，第二位投资者使用了1倍杠杆。这时，如果这种资产顺利地从10元涨到20元，那么万事大吉，第一位投资者会获得100%的回报，第二位投资者则会获得300%的回报。但是，如果标的资产在从10元涨到20元期间，曾经下跌到4元，那么在行情结束的时候，第一位投资者仍然会得到100%的回报，第二位投资者却会把自己的钱赔光：因为在价格跌到4元时，他的账户就会被经纪商强制平仓，因而之后从4元到20元高达400%的涨幅，也就和他没有什么关系了。

（二）不是杠杆造成了投机者的损失，而是投机者选择了杠杆。为什么除了乔治·索罗斯之外，我们很少在长期成功的投资者中看到经常使用高杠杆的人？这不是因为高杠杆本身带来的收益不好，而是因为选择高杠杆的投资者多半投机心理较重。在这种性格驱使下，如果他们第一次使用杠杆投机失利便罢，如果第一次投机成功，那么他们通常会在未来的投机中继续加大自己的杠杆，从而往往导致最终亏光本金。1990年代中期破产的长期资产管理公司，就是一个绝好的例子。

正由于此，华尔街有一句流传了许久的谚语：“华尔街有老的交易员，也有胆大的交易员，但是没有又老又胆大的交易员。”事实上，乔治·索罗斯这位风光无限的投机家，也曾在自传中透露，他在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1980年代曾经有一次险些爆仓，以至于他在伦敦金融城奔走于各银行之间寻求扩大杠杆时，“心脏难受到险些倒在路上”。

（三）杠杆的资金利率至关重要。无论是长期还是短期杠杆，资金利率都至关重要。因为，投资者的收益其实就等于标的资产的收益减去贷款的资金利率。因此，以8%的融资融券利率买入一只净资产收益率只有5%的股票，在长期来看明显是不上算的，短期是否上算则取决于投资者的运气。而有经验的投资者都知道，这往往不会像我们想象的那样好。

（四）住房按揭贷款是世界上最好的杠杆。不同于绝大多数的金融贷款，住房按揭贷款给投资者提供了这个星球上最完美的杠杆。[1] 这不仅由于许多政府为住房贷款利率打了折扣，更由于住房贷款不会在标的资产下跌时要求投资者追加保证金。也就是说，不论房价跌到何等程度，哪怕跌到一文不值，投资者只要能够按时还上月供，就可以继续持有住房，等待绝地反弹。

在这种情况下，一个以6%利率贷到住房按揭贷款的投资者，只要能够确信他的房产带来的房租收益率能够高于6%，比如达到8%，那么他在长期就一定能够赚钱。而以6%利率买入股息收益率为8%的股票的投资者，却要担心在持有股票期间因股价大幅下跌导致强制平仓所带来的风险。

不过，就目前来看，中国内地房租收益率只有2%甚至更低的房地产资产，显然不在此列，除非投资者能够借到只要1%利率的住房按揭贷款。

（五）永远不要过度自信，杠杆率20%是美味的甜点。正由于大部分金融杠杆都存在被经纪商强制平仓的可能，因此，投资者在使用杠杆时务必考虑可能发生的最极端情况。这些极端状况应该包括但不限于以下各类事件：1970年代香港股市在两年中暴跌90%；日本房地产价格在1989年以后的20年中持续下跌，最高跌幅达到70%；1987年美国股票市场曾一天暴跌27%；阿根廷的物价在1990年代初期曾在5年中飙升50 000倍；你投资的公司总部也许在2001年的纽约世贸大厦里；1995年的阪神大地震导致日经指数暴跌。而正是最后一条，击垮了尼克·里森供职的英国巴林银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，如果必须使用金融类杠杆，那么把杠杆率控制在20%以内是一个明智的选择。这种低程度的杠杆率既可以保证投资者避开绝大多数的风险，又可以使他们获得更好的投资收益：恰如餐后美味的甜点那样让人心醉。当然，如果你是一位自制力非常好的用餐者，那么这道甜点不吃也罢，毕竟自古以来，甜点都会增加肥胖症和心脏病方面的风险。

注释

[1]香港的情况有所不同，香港的住房贷款可能要求投资者在物业价格下跌的时候补足首付款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资最好远离杠杆

我们经常看到市场大跌，那么这些大跌可以提前预测到吗？

无疑，在市场暴跌以后，许多投资者都能找到这样那样的理由，证明市场应该调整。但很显然的是，并没有多少人提前预测到市场这样巨大的波动。在股指期货盛行的当前，如果有人提前、准确地预测到市场的波动，那么他大可以在市场大跌5%之前，加10倍杠杆做空股指期货，然后在一天之内笑纳50%的盈利。

事实上，在现实生活中，我们极少（其实就是从来没有）看到能够依靠判断市场波动，之后准确使用这种判断，加上杠杆从而获得长期超额回报的投资者。在大多数时候，这些投资者尽管会在短期取得超额回报，但是在长期，他们却很难过上富足的生活。

反之，在长期胜出的投资者，绝大多数不进行短期市场的判断，也极少使用高倍数的杠杆。他们对待杠杆的态度，一般来说是要么不用，要么很少超过本金的20% 。从沃伦·巴菲特到李嘉诚，概莫能外。为什么高明的投资者多半不会使用大量的杠杆呢？因为他们深谙这个市场的本质，即其具有巨大的不可预测性。这种不可预测性产生的原理，被乔治·索罗斯用反身性原理解释得淋漓透彻。

投资者对事物的判断，实际上并不是完全客观的，而在许多时候受到其他投资者观点和股票价格的双重影响。受到影响的投资者，其投资行为又反过来影响之前产生影响的投资者和股票价格。最后，市场因素之间互相作用，导致价格持续上涨抑或持续下跌。正是由于市场存在这样和事实之间并无密切关联的反身性因素，导致市场的价格波动很难预测。也就是说，在一般市场分析的观点里，市场的价格波动＝客观事实的波动＋投资者对事实预测的偏差，但事实上，市场的价格波动＝客观事实的波动＋投资者对事实预测的偏差＋投资者之间互相的影响＋投资者和客观事实之间的互相影响。而后加入的两个因素影响如此之大，导致市场的波动范围实际上很难被预测到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们平心而论，有多少人在2000年就预测到之后中国一线城市的房地产价格能够上涨超过10倍？有多少人在2005年预测到上证综合指数会在之后两年上涨逾6倍？ 2014年股票市场低迷的时候，又有多少人预测到在之后短短的1年中，股票市场居然能够大涨近150% ？而在市场发生大幅日内波动之前，又有多少人预测到当天股票市场会大涨或者大跌许多个百分点呢？因此，成熟的投资者会意识到自己的认识和市场可能发生的变化之间，可能存在极大的偏差。对于这种偏差，他们除了坦然面对以外，毫无任何有效的办法。尽管这种偏差不会对成熟的投资者的心理带来太大的扰动，但是，如果这种偏差被杠杆放大1倍乃至几倍，那么即使是对市场理解再深入的投资者，可能也会无法承载。

如果说成熟的投资者都尽量选择远离使用杠杆，那么，对于新入行的投资者来说，杠杆就更是一种危险的金融工具。对于在牛市中新入行的投资者来说，杠杆会在初期极大放大他们能够获得的盈利。这种盈利带来的货币回报，可能是这些投资者从来未曾遇到过的。巨大的回报会加强投资者的信心，让他们更加相信杠杆的魅力，从而继续增加杠杆，直到遇到巨大的市场波动，从而不得不蒙受巨大的损失并接受事实。而依靠巨大杠杆、忽视市场风险所取得的盈利，最后很容易被杠杆带来的高额损失抹平。要知道，不论一个多么大的盈利数字，当它乘以0的时候，结果仍然是0。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本质的区别——消费类杠杆与金融类杠杆

在2014年年底到2015年年中的A股大牛市中，使用杠杆的投资者可谓出尽了风头。不仅有一些投资者使用融资赚得了几倍于市场的收益，购买了杠杆型分级基金的投资者也一时风头无两。[1]

但是，在使用了杠杆之后，许多投资者也许还没有意识到杠杆之间是有很大区别的。这里，就让我们来看一下两类区别最大的杠杆，以及这种区别会对投资带来怎样的影响。这两类杠杆指的就是消费类杠杆以及金融类杠杆。

如果我们仔细观察金融史，就会发现许多价值投资大家，如沃伦·巴菲特、李嘉诚等等，使用的大多是消费类杠杆。他们对金融类杠杆的使用非常小心谨慎，其审慎的态度远远超出内地投资者日常接触的范围。让我们先来看一看这两种杠杆的区别。

相对于消费类杠杆，金融类杠杆会对客户进行持续的风险评判，并在客户资产下跌或者经营状况变差时要求客户追加本金，否则就会撤贷。反之，消费类杠杆则不会进行这种持续的评测。极端一点说，一个客户贷款买了一个L V的包，出门就被抢了，资产的价值瞬间跌到0，也不会被银行要求提前还款。事实上，消费类和金融类杠杆并非只集中在消费和金融领域，只是它们大多分别出现在以上两个领域。有一些金融领域的杠杆由于其性质特殊，也可以被归入消费类杠杆。

举例来说，住房按揭贷款就属于典型的消费类贷款。按照彼得·林奇在著作《彼得·林奇的成功投资》中举的例子，假设一个投资者付出20%首付购买了房子，那么即使房价之后立即下跌30% ，只要投资者每月缴纳按揭款，银行就不会给投资者打电话说：“喂，你的房产剩余价值已经跌破警戒线，你明天要再缴纳10%的房款，否则我们就会收回房子。”[2]这种特殊的性质使得在房地产具有投资价值时，使用按揭贷款、放大贷款买入房产变得非常有利。不过，当前国内租金回报率仅有1%～2%的商品房市场很可能不在此列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在按揭贷款之外，消费类杠杆还包括以下几种类型：个人信用贷款、消费贷款、汽车贷款等，保险公司收到的消费类保费所形成的杠杆，以及银行在有国家信用等宏观信用支撑的情况下收到的存款所构成的经营杠杆。我们可以看到，以上杠杆的共同点都在于，杠杆的资金提供方不会在形势恶化时提出马上结束杠杆的要求。与最后一种杠杆相对应的是，银行在缺乏宏观信用支撑的情况下，其获得的存款可能在特定时点遭到挤兑，而最著名的例子就是中国香港市场在20世纪频频发生的银行挤兑潮，其标志性事件为恒生银行在1965年将控股权出售给汇丰银行。

与消费类杠杆对应的，则是金融类杠杆。这种杠杆是金融资产投资者最容易接触到、最容易获得的杠杆，具体品种包括股票保证金融资、期货所提供的杠杆、一般生产型企业从银行获得的贷款等等。可以看到，以上列出的金融类杠杆，其共同点在于，当形势坏得超出想象时，杠杆的资金提供者会采取一种“落井下石”的行为，他们会要求投资者追加保证金抑或抵押品，否则就不再提供杠杆，同时提出拍卖形势已经变得很糟糕的资产，以追回本金。正是由于金融类杠杆这种“落井下石”的特性，导致大多数的价值投资大家很少使用金融类杠杆。这是因为，金融市场的波动幅度之大，往往会超出人们最狂野的预期。

举例来说，香港市场在20世纪60—70年代发生的银行挤兑，曾经导致恒生银行在一天之内损失1／6的存款。而90年代的香港房地产市场崩盘，则在两年左右的时间导致全港房价下跌70% ，而回顾历史，此类规模的地产崩盘在香港并不是第一次发生。

在最近的市场上，我们也看到俄罗斯股市下跌到仅有3倍左右的市盈率、0．3倍不到的市净率。而在A股市场，在本轮熊市开始的2011年以前，又有谁会相信A股的银行板块会在ROE仍保持20%左右的时候下降到4倍的市盈率呢？而这样的银行股基本面和估值，在2014年变得非常普遍。

由于金融市场在长期很可能产生投资者难以预料的巨大波动，因此，金融类杠杆也就会在无形中放大投资者破产的风险，导致投资者可能在价值最终回归之前，就在波动性的干扰下被迫清盘出局，从而与长期的价值回报无缘。正由于此，我们才看到价值投资的大家很少使用大量的金融类杠杆，而多半倾向于使用适度的消费类杠杆或者极少量的金融类杠杆，因为在金融市场里，长期的回报远比短期的精彩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要。要知道，不管是怎样的投资者，不管他曾经经历多少次暴富，但是他破产的次数只要一次就足以致命。

注释

[1]本节发表于2014年底，彼时，许多A股投资者依靠金融类杠杆赚得风生水起。但是半年以后，在2015年6月开始的大幅调整中，杠杆给了同一批投资者更大的打击。

[2]这种情况描述的是在彼得·林奇写书时的美国和当前的内地市场，从实际操作而非法理的角度来说的现象。不过，我听说在香港地产市场情况有所不同，银行可能会在地产价格下跌的时候，要求购房者补足首付，否则就有权收回房子。这种情况下的贷款属性，就会从消费类变成金融类。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆对衰退周期的影响

在《开放社会》中，索罗斯提到了一个现象，杠杆的使用会对市场的衰退周期造成明显的影响。总的来说，如果在一个没有使用杠杆的市场中上涨的时间花费了N个月，那么其下跌同样跌幅所花费的时间并不会显著地超出这一数值。但是，在杠杆使用程度越高的市场里，下跌所花费的时间就越短，也许只有N／3个月，下跌的斜率就越陡峭。

为什么？索罗斯指出，杠杆的使用往往是随着市场的上涨而逐步加重的，这就导致市场涨到顶点的时候，其杠杆率一般也达到最高水平（次贷就是一个不错的例子）。在这种情况下，下跌的开始会导致穿仓可能性的上升，从而导致杠杆使用较高的市场的衰退周期变得比一般情况陡峭。

此外，在衰退周期中，即使投资者没有进一步采取加杠杆的行动，杠杆的倍数也会随着下跌的蔓延迅速扩大，从而使得抛售的趋势蔓延。而在上升周期中，保持其他条件不变，杠杆的倍数会随着市场的上涨而减小，从而在很大程度上对冲杠杆带来的财富追随效应。让我们用一个简单的例子来说明这个问题。

假设一个投资者有100元现金，借入200元买入3份单价为100元的资产，这时他所做投资的膨胀倍数（总资产除以净资产，下同）为3倍。如果此时价格上涨30元，那么他的总合约面值会变成390元，而净资产变成190元，膨胀倍数从3降至2．05；如果价格下跌30元，则合约总值和净资产分别变成210元和10元，膨胀倍数从3倍飙升至21倍。

尽管由于难以定量而导致纯粹意义上的对比观察难以有效进行，但仅仅依靠朦胧的历史总结就会发现，在全球，这种杠杆的使用造成市场衰退周期曲线变得无比陡峭的事实普遍存在。比如说，在期货市场相对于股票市场、债券市场相对于外汇市场、房地产价格相对于机械产品价格等各个对比领域里，我们都能看到前一个市场的衰退周期曲线比后一个市场更为陡峭，而其上升周期曲线的陡峭程度则相对并不那么明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，在使用杠杆率不同的同一类市场中，杠杆程度高的市场也往往表现出更陡峭的衰退周期曲线，比如美国股票市场对比A股市场、美国2000年以后的房地产市场对比中国最近几年的房地产市场，我们都能看到类似的现象。

从现在中国的情况来看，大规模使用杠杆的市场主要有债券、期货和房地产市场，而股票市场的杠杆使用范围也在抬升中。[1]其中，债券、期货以及股票的杠杆，其间歇带来的猛烈衰退周期已经为投资者所认识，但房地产市场的杠杆对其衰退周期的加速作用还不为大众所熟知。在这种情况下，当前房地产市场的衰退周期所持续的时间或许会短于我们的预期，而速度却会超出我们的预期。[2]

注释

[1]本节成文于2011年秋，当时股票市场的杠杆并不算高，也经常出现“牛短熊长”的现象。但是，在2015年的市场大调整中，由于之前累积了高杠杆，导致市场调整速度惊人。

[2]本节中，我认为2011年的房地产市场调整可能会在杠杆作用下变得很快。但是很明显，我忽略了一个问题，即房地产市场的杠杆倍数并不高，而价格的调整也在土地供应受限下比较温和，因此我在2011年秋对地产衰退周期的预测，被内地市场的事实证明是错误的。相比之下，这种预测逻辑更符合2008年的美国市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胆愈大而心愈小：机会越多杠杆就得用得越少

胆愈大而心愈小。对于投资者来说，在机会越大的市场里，反而需要使用更小的杠杆进行交易。在机会越小的市场里，反而更高的杠杆会相对安全一些。这个欲擒故纵、失而复得的原理，是许多投资者没有意识到的。举例来说，在成熟市场，套利机会往往转瞬即逝。记得笔者10多年前在英国求学时，教科书将股票ETF的套利机会定义为：0．5%即可谓明显的套利机会。在这种情况下，作为套利投资者，为了增加套利的收益，就需要增加杠杆。因为10倍的杠杆可以把0．5%的收益扩大至5% ，那么原本不起眼的投资机会，就变得有利可图了。

但是，在新兴市场，事情却完全不一样。以A股市场为例，本轮牛市以来，我们频频看到ETF、LOF等基金产生5%甚至更高的价值和净资产偏离，最高者甚至可以达到50% 。

在这种情况下，套利投资者固然会取得更高的回报，但是，他们却需要牢记一点：在新兴市场，需要胆愈大而心愈小。面对更大的诱惑，投资者反而需要使用更小的杠杆，尽管这可能意味着更小的盈利。那么，这是为什么呢？

在成熟市场，由于市场交易者普遍非常成熟，价格和价值之间的偏离，常常可以在不达到太大的幅度之前就被众多看到套利机会的投资者所纠正。这种纠正一方面会导致套利机会相对较小，另一方面，也会导致套利成功概率相对较大、最大风险出现的幅度和概率都更小。于是，投资者在使用了较高的杠杆之后，取得回报的概率仍然较高，面临市场极大幅度波动从而导致高杠杆交易下造成高损失的概率相对较小。

但是，在新兴市场中，事情却是完全相反的样子。尽管每次市场价格和价值之间的偏离会比成熟市场要大，而且其发生的概率也相对较高，但是由于新兴市场投资者相对更不成熟，因此价格偏离价值的幅度可能变得巨大，而其纠正的时间也会长于成熟市场所需要的时间。在这种情况下，投资者在享受价值和价格之间较大的差额所带来的回报时，也就需要提防可能出现的更大、持续时间更长的偏离。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种偏离在没有杠杆帮助的情况下，最多对投资者的利润产生一定的影响。但是，如果这种偏离被杠杆放大了数倍乃至十几倍，它就可能侵蚀投资者的本金，甚至带来不可弥补的灾难。所以，对于新兴市场来说，投资者们需要谨慎地面对杠杆的使用，即使是在面对看似志在必得的机会时，也需要如此。唯有这样，才能保证在获得利润的同时，规避那些可能让投资组合万劫不复的小概率事件。毕竟，不论多大的数字，乘以0得到的还是0。

其实，即使所谓的成熟市场，其也含有新兴市场的成分在内，即市场的不稳定性仍然存在，只是相对较小。也就是说，世界上并不存在真正“成熟”的市场，只存在“末期的新兴市场”。在1998年，美国长期资本管理公司就是没有意识到“成熟”市场中价格波动的剧烈性，才在高杠杆的破坏下亏光了所有的钱。如果投资者能够意识到高杠杆交易可能带来的毁灭性结果（尽管这种概率极小），如果长期资本管理公司的投资者能够意识到这种结果存在的可能性，而使用更小一些的杠杆，那么，他们就可以在享受市场波动带来的价格和价值之间的偏离机会的同时，承受更小的破产风险，从而取得虽然可能更小，但是一定更加安全的长期回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者的优势

素来弱势的个人投资者也有优势？这似乎很不可思议。事实上，我看过的投资类书籍里，花大量篇幅讨论这种优势的只有一本，大部分都在说个人投资者很不专业、很可怜等。确实，与机构投资者相比，个人投资者有很大劣势，主要表现在缺少信息来源、专业知识等。但是，这些劣势几乎全部是柔性的，也就是说，是可以通过更多的阅读、思考和分析改善的。而机构投资者受托理财的本职，导致他们必须遵守一些既定的制度，受到制衡。这些制度一方面保证委托人的利益不会因为委托代理被刻意剥夺，另一方面也给投资行为制造了障碍。这些障碍是硬性的，机构投资者需要逆转它们，难如登天。

这里，就让我们分别讨论个人投资者在制度、制衡方面的优势。

（一）持续不断的资金投入。与机构投资者不同，个人投资者的工资、遗产收入等，会持续涌入。这样，只要能找到有价值的资产，个人投资者就可以在价格下跌的时候买入更多。反观机构投资者，如果购买的资产出现下跌，几乎无一例外会受到投资人的质疑。是否撤资另说，至少继续追加投资是很困难的。

这种资金投入上的区别使得个人投资者可以更加专注地集中于价值发现，在价格下跌、价值升高时买入更多，而机构投资者则必须考虑到对投资人态度的管理，甚至由于投资人撤资（这在公募基金中尤其普遍）而被迫在价格下跌、价值凸显的时候卖出。

（二）没有仓位、品种限制。不同于机构投资者，个人投资者在仓位、品种上没有限制，可以在2007年整体市场市盈率50倍的时候把股票空仓，也许还可以在现在房租收益率不到2%的时候少买点房子。这不需要什么太专业的知识，只需要一些不相信癫狂会成为常态的理性，一些逆大众而动的决断，以及一个允许这种行为的机制。

以基金为例，在内地市场，大部分主动股票型基金必须在所有时候最少保留60%的股票仓位，2007年也不例外，而债券型基金即使在市场跌到了10倍市盈率的时候也不能买多少股票。保本型基金确实可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两者兼顾，但是保本期内保本的要求导致不能押宝权益类资产：谁知道10倍的全市场市盈率会不会跌到5倍呢？同时，很多机构投资者被禁止持有一个品种超过一定的百分比，通常是5%或10% ，这就导致他们必须在重仓品种如预期般大幅上涨导致权重增加的时候被迫卖出，而不是买入。

但是，这些限制对个人投资者来说并不存在，他可以在不同的资产、品种之间自由选择，可以购买自己最看好的资产，而不用担心违背任何资产管理条款。同时，即使10倍的全市场市盈率真的跌到5倍，在持续的资金流入下，这对个人投资者来说只意味着一个更好的买入机会。

（三）不需要解释为什么没有做这个、没有做那个。来自投资者、投资委员会的压力导致机构投资者永远需要解释一些问题，比如为什么没有买一个最近波动很大的股票板块，城投债的风险到底有多大，等等。即使他们认为这些问题没有必要深入研究也不行，因为作为受托人，他们有义务解答这些问题。解答这些问题本身并没有错，但这会导致机构投资者的精力被消耗，最终难以集中全部精力去研究在自己掌握范围内的、那些潜在的风险收益率最高的投资机会。加之相对性业绩考核带来的从众性压力，机构投资者会被迫去思考整个市场，并且多多少少持有一些不太熟悉的资产。

这种解释带来的压力对个人投资者来说是不存在的。他们可以在自己熟悉的领域投入全部精力，而不用理会三网融合到底会利好哪些公司，或者文化产业政策会给哪些公司带来机会。事实上，如果这么做的话，个人投资者很可能会发现一些身边的美妙投资机会，比如装修行业的股票之于一个建材市场经理，等等。

（四）没有业绩压力。不管是公募、私募基金还是保险机构、资产管理公司，机构投资者都有或长或短、或相对或绝对的业绩压力。需要指出的是，真正的绝对业绩压力是不存在的，即使国际对冲基金也需要考虑相对自己同行的业绩表现。这种业绩压力一方面督促机构投资者尽职尽责，另一方面也催生了很多短期行为。

相对业绩压力使大部分机构投资者在考虑“怎样才能让资本增值”的同时，也需要考虑“如果看错了市场，也千万不要和大家差太多，以至于成为众矢之的”等现实问题。这种思维导致的短期行动有很多，如在市场过热的时候，把仓位降到显著低于同业的水平会导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨大的压力，而在市场估值凸显的时候满仓也会带来短期排名风险；再如在一个股票占指数权重太大的时候，无论基本面如何，最好还是持有一些，以保证不和指数相差太远。

对于个人投资者来说，这种外在的业绩压力并不存在。他可以在股票市场上涨到40倍市盈率的时候坚定卖出，而不必担心如果涨到60倍如何向投资者交代；也可以在10倍市盈率的时候重仓买入，而不用担心挨不过黎明前最后的黑暗。

事情就是这样，简单但是真实、难以动摇。请记住，个人投资者的优势是刚性的，而劣势是柔性的。也就是说，加以努力，个人投资者打败机构投资者远比反之容易，而那些真正能做到不受这些限制的机构投资者也终能脱颖而出。美国的沃特·施洛斯老先生就用自己的业绩做出了证明：这个“在华尔街几乎没有人认识他，从来不访问客户，不和分析师交流也不上网，从不会被说服做他不愿意做的事”的投资者，依靠自己的分析，在近半个世纪的时间里取得了平均20%多的年复合收益率。

最后，还记得前文那本大谈特谈个人投资者优势的书吗？它的作者叫彼得·林奇，被誉为美国历史上最成功的股票共同基金经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

资本市场浩瀚如烟海。可以说，人的心有多复杂，我们的社会有多大，物理世界有多奥妙，这个市场就有多广袤。在这个市场里，摸索了十多年的我，现在刚刚摸着门道。这门道，就是价值投资。而价值投资，绝不像它字面上看起来那么简单，好像列上两三个条件，拿尺子一量、用电脑一算，就可以搞定，抑或总结几句话、列举几个条件，就可以把握。

“宋人资章甫而适诸越，越人断发文身，无所用之。”不同的自然条件、历史成因，导致了不同的文化和民族性格，不同的社会带来了不同的政治和商业环境，不同的科技导致了不同的行业规律，不同的资本市场制度设计衍生出了形形色色的投资产品，不同的资金来源需要匹配不同的投资方式，如此种种。

正所谓“法无定法，契机者妙”。这个社会永远在变化，投资的具体措施，也永远要变。唯一不变的，是那寻找价值的原则。我亲爱的读者们，希望这本书，能够帮助你们打开价值投资的厚重大门，去看里面的大千世界、朗朗乾坤。